

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

FİNANSAL İSTİKRAR VE GELİŞMEKTE OLAN
ÜLKELERE YÖNELİK ULUSLARARASI SERMAYE
HAREKETLERİ: PANEL VERİ ANALİZİ

Ahsen Emir BULUT

DANIŞMAN
Prof. Dr. Nilgün ACAR BALAYLAR

İZMİR – 2021

TEZ ONAY SAYFASI



YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “Finansal İstikrar Ve Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketleri: Panel Veri Analizi” adlı çalışmanın, tarafımdan, akademik kurallara ve etik değerlere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

.../.../.....

Ahsen Emir BULUT

İmza

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

**Finansal İstikrar Ve Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye
Hareketleri: Panel Veri Analizi**

Ahsen Emir BULUT

Dokuz Eylül Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim dalı

İktisat Programı

Bu çalışmanın amacı gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye hareketleri ile finansal istikrarsızlık göstergeleri arasındaki ilişkiyi panel veri analizi yöntemiyle tahmin etmektir. Çalışmada kullanılan veriler DB, IMF ve FRED veri tabanlarından elde edilen 2008-2019 dönemine ait yıllık verilerdir. Çalışmanın sonunda finansal kırılganlık göstergeleri ile sermaye akımları arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Çalışmanın birinci bölümünde sermaye hareketleri kavramı açıklanmaktadır. İkinci bölümde finansal istikrar ve kriz olgusu analiz edilmektedir. Üçüncü bölümde çalışmanın yöntemi ve bulguları ortaya konmaktadır.

Anahtar kelimeler: Uluslararası Sermaye Hareketleri, Finansal kırılganlık, panel veri analizi.

ABSTRACT

Master's Thesis

Financial Stability and International Capital Movements Towards Developing Countries: Panel Data Analysis

Ahsen Emir BULUT

Dokuz Eylül University

Graduate School of Social Sciences

Department of Economic

Economic Program

The aim of this study is to estimate the relationship between international capital movements towards developing countries and financial instability indicators by panel data analysis. The data used in the study are annual data from the DB, IMF and FRED databases for the period 2008-2019. At the end of the study, a significant association was found between indicators of financial fragility and capital flows.

In the first part of the study, the concept of capital movements is explained. In the second part, the phenomenon of financial stability and crisis is analyzed. In the third section, the method and findings of the study are presented.

Keywords: international capital movements, financial fragility, panel data analysis

**FİNANSAL İSTİKRAR VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE
YÖNELİK ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ:
PANEL VERİ ANALİZİ**

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI	ii
YEMİN METNİ	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER	vi
KISALTMALAR	x
TABLOLAR LİSTESİ	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiii
EKLER LİSTESİ	xiv
GİRİŞ	1

**BİRİNCİ BÖLÜM
ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ**

1.1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI VE TÜRLERİ	3
1.1.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar	5
1.1.1.1. Ürün Yaşam Devreleri (Döngüsü) Teorisi	6
1.1.1.2. Oligopolistik Tepki Teorisi	8
1.1.1.3. Monopol Avantajı Teorisi	8
1.1.1.4. İçselleştirme Teorisi	9
1.1.1.5. OLI Paradigması	10
1.1.2. Doğrudan Yabancı Yatırımların Giriş Yolları	11
1.1.2.1. Yeşil Alan (Greenfield) Yatırımları	11
1.1.2.2. Birleşme ve Satın Alım	12

1.1.2.3. Stratejik İttifaklar	14
1.1.2.4. Ortak Girişim	15
1.1.3. Portföy Yatırımları ve Portföy Yatırımlarını Açıklayan Teoriler	15
1.1.3.1. Modern Portföy Teorisi	16
1.1.3.2. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM)	17
1.1.3.3. Arbitraj Fiyatlama Modeli	18
1.1.4. Diğer Yatırımlar	20
1.1.4.1. Uzun Vadeli Diğer Yatırımlar	20
1.1.4.2. Kısa Vadeli Diğer Yatırımlar (Sıcak Para)	20
1.2. GOÜ'LERE YÖNELİK SERMAYE HAREKETLERİNİN BELİRLEYİCİLERİ	22
1.2.1. İtici Faktörler	22
1.2.2. Çekici faktörler	23
1.3. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ	25
1.3.1. Döviz Kuruna Etkisi	25
1.3.2. Ekonomik Büyümeye Etkisi	27
1.3.3. Para Arzına Etkisi	29
1.4. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ	30
1.4.1. 1870-1970 Arası Dönem	30
1.4.2. 1970 ve Sonrası Dönem	32
1.5. TÜRKİYE'DE ULUSLARARASI SERMAYENİN YAKIN DÖNEMDEKİ GELİŞİMİ	34
1.5.1. 1980-1989 Arası Dönem	34
1.5.2. 1989-2000 Arası Dönem	36
1.5.3. 2000 Sonrası Dönem	38

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRAR, İSTİKRARSIZLIK VE KRİZLER

2.1. FİNANSAL İSTİKRAR KAVRAMI	41
2.1.1. Finansal İstikrar Göstergeleri	43

2.2. FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK VE FİNANSAL KRİZLER	46
2.3. GOÜ'LERDE SERMAYE HAREKETLERİ KAYNAKLI KRİZLER	49
2.3.1. Meksika Krizi (1994)	51
2.3.2. Asya Krizi (1997)	52
2.3.3. Rusya Krizi (1998)	54
2.3.4. Arjantin Krizi (2001 ve 2017)	55
2.3.5. Brezilya Krizi (1999)	57
2.3.6. 1994 Türkiye Krizi	57
2.3.7. 2001 Türkiye Krizi	58
2.4. 2008 KÜRESEL KRİZ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE ETKİSİ	61
2.5. LİTERATÜR TARAMASI	64

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRARIN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER YÖNELİK ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ ÜZERİNE ETKİSİ: PANEL VERİ ANALİZİ

3.1. PANEL VERİNİN TEMEL KAVRAMLARI	67
3.2. BİRİMLER ARASI KORELASYON	67
3.2.1. Birimler Arası Korelasyon Testleri	67
3.2.1.1. Breusch ve Pagan (1980) LM Birimler Arası Korelasyon Testi	68
3.2.1.2. Pesaran, Ullah ve Yamagata (2008) Sapması Düzeltilmiş LM Birimler Arası Korelasyon Testi	69
3.3. PANEL BİRİM KÖK TESTLERİ	69
3.3.1. Birinci Nesil Panel Birim Kök Testleri	70
3.3.1.1. Levin, Lin ve Chu (2002) Panel Birim Kök Testi	70
3.3.2. İkinci Nesil Panel Birim Kök Testleri	71
3.3.2.1. Hadri ve Kurozumi Panel KPSS Durağanlık Testi	71
3.4. PANEL VERİ MODELLERİNDE EĞİM PARAMETRESİNİN HOMOJENLİĞİ	72
3.4.1. Pesaran ve Yamagata (2008) Delta Eğim Homojenliği Testi	73
3.5. PANEL REGRESYON MODELİ TAHMİNCİLERİ	74

3.5.1. Eğimi Homojen Panel Regresyon Modelleri	74
3.5.1.1. Sabit Etkiler Modeli	74
3.5.1.2. Tesadüfi Etkiler Modeli	75
3.6. VERİ SETİ	75
3.7. BİRİNCİ MODEL	77
3.7.1. Değişkenlerde Birimler Arası Korelasyonun Sınanması(<i>Birinci Model</i>)	77
3.7.2. Birim Kök ve Durağanlık Analizi(<i>Birinci Model</i>)	79
3.7.3. Eğim Homojenliğinin Test Edilmesi (<i>Birinci Model</i>)	80
3.7.4. Birim/Zaman Etkilerinin Test Edilmesi(<i>Birinci Model</i>)	81
3.7.5. Panel Regresyon Modelinin Tahmini (<i>Birinci Model</i>)	83
3.8. İKİNCİ MODEL	86
3.8.1. Değişkenlerde Birimler Arası Korelasyonun Sınanması(<i>İkinci Model</i>)	86
3.8.2. Birim Kök ve Durağanlık Analizi(<i>İkinci Model</i>)	87
3.8.3. Eğim Homojenliğinin Test Edilmesi(<i>İkinci Model</i>)	88
3.8.4. Birim/Zaman Etkilerinin Test Edilmesi(<i>İkinci Model</i>)	88
3.8.5. Panel Regresyon Modelinin Tahmini (<i>İkinci Model</i>)	91
SONUÇ	97
KAYNAKÇA	102
EKLER	

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AET	Avrupa Ekonomik Topluluğu
APİ	Açık Piyasa İşlemleri
APM	Arbitraj Fiyatlama Modeli
Ar-Ge	Araştırma ve Geliştirme
CAPM	Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli
CDS	Credit Default Swap
ÇUŞ	Çok Uluslu Şirketler
DYY	Doğrudan Yabancı Yatırımlar
FED	Federal Reserve
GOÜ	Gelişmekte olan Ülkeler
GÜ	Gelişmiş Ülkeler
IMF	International Monetary Fund
KİT	Kamu İktisadi Kuruluşları
LM	Lagrange Multiplier
M&A	Merger and acquisition
NPL	Nonperforming Loans
PY	Portföy Yatırımlar
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
WB	Dünya Bankası

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: ABD Merkezli ÇUŞ'ların Ürettikleri Yeni Ürünlerin Yabancı İştiraklere Aktarılması	s. 7
Tablo 2: Şirketlerin Sınır Ötesi Şirket Satın Alımları ve Birleşmeleri 2001-2019 (Net Sayı ve Değer)	s. 13
Tablo 3: Büyük Buhran Öncesi ve Sonrasında Uluslararası Yatırımlar (Milyon Dolar)	s. 31
Tablo 4: Sermaye-Finans Hesabı Dönemsel Toplam (1980-2009,milyar dolar)	s. 38
Tablo 5: Finansal İstikrar Göstergeleri	s. 44
Tablo 6: Kriz Kanalları	s. 62
Tablo 7: Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler (Birinci Model)	s. 76
Tablo 8: Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler (İkinci Model)	s. 76
Tablo 9: Breusch-Pagan LM Birimler Arası Korelasyon Testi	s. 77
Tablo 10: Değişkenler İçin Sapması Düzeltilmiş LM Birimler Arası Korelasyon Testi	s. 78
Tablo 11: Levin, Lin ve Chu (2002) Panel Birim Kök Testi	s. 79
Tablo 12: Hadri ve Kurozumi (2012) Panel Durağanlık Testi	s. 79
Tablo 13: Pesaran ve Yamagata (2008) Eğim Homojenliği Testi	s. 80
Tablo 14: Birim ve Zaman Etkileri F Testi	s. 81
Tablo 15: Birim ve Zaman Etkileri LR Testi	s. 82
Tablo 16: Hausman Testi	s. 82
Tablo 17: Tek Yönlü (Birim) Sabit Etkiler Modeli Tahmini	s. 83
Tablo 18: Tek Yönlü Sabit Etkiler Modelinde Varsayımlardan Sapmaların Testi	s. 84
Tablo 19: Nihai MODEL- Driscoll-Kraay Tahmincisi- Tek Yönlü (Birim) Sabit Etkiler Modeli	s. 85
Tablo 20: Breusch-Pagan LM Birimler Arası Korelasyon Testi	s. 86
Tablo 21: Değişkenler İçin Sapması Düzeltilmiş LM Birimler Arası Korelasyon Testi	s. 86
Tablo 22: Hadri ve Kurozumi Panel Birim Kök Testi	s. 87
Tablo 23: Pesaran ve Yamagata (2008) Eğim Homojenliği Testi	s. 88
Tablo 24: Birim ve Zaman Etkileri F Testi	s. 89

Tablo 25: Birim ve Zaman Etkileri LR Testi	s. 89
Tablo 26: Tesadüfi Etkiler Modelinde Birim Etkinin Varlığı: Score, Lagrange Çarpanı ve Genişletilmiş Lagrange Çarpanı Testleri	s. 90
Tablo 27: Hausman Testi	s. 90
Tablo 28: Tek Yönlü (Birim) Tesadüfi Etkiler Modeli Tahmini	s. 91
Tablo 29: Tesadüfi Etkiler Modeli -Varsayımlardan Sapmaların Testi	s. 92
Tablo 30: Nihai Model- Driscoll-Kraay Tahmincisi- Tek Yönlü Tesadüfi Etkiler Modeli	s. 93
Tablo 31: Tek Yönlü (Birim) Sabit Etkiler Modeli Tahmini	s. 94
Tablo 32: Tek Yönlü Sabit Etkiler Modelinde Varsayımlardan Sapmaların Testi	s. 94
Tablo 33: Nihai MODEL- Driscoll-Kraay Tahmincisi- Tek Yönlü (Birim) Sabit Etkiler Modeli	s. 95
Tablo 34: Model Karşılaştırma (İkinci Model)	s. 96
Tablo 35: Model Karşılaştırma (Nihai Birinci Model ve Nihai İkinci Model)	s. 96

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Sabit ve Esnek Kur Sisteminde Döviz Kuru	s. 26
Şekil 2: DYY'lerin GÜ ve GOÜ'lere Göre Dağılımı (%)	s. 33
Şekil 3: Farklı Gelir Grupları ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar (1970-2019, Milyar Dolar)	s. 34
Şekil 4: Türkiye'de DYY'lerin Sektörel Dağılımı(Yüzde Pay)	s. 39
Şekil 5: Türkiye'de Uluslararası Net Yatırım Pozisyonu (1996-2019, Milyar Dolar)	s. 40



EKLER LİSTESİ

Ek 1: İlk Modele Ait Stata Çıktıları

ek s. 1



GİRİŞ

Finansal entegrasyonun en önemli bileşeni yabancı sermaye akımlarıdır. Sermaye birikimini tamamlamamış ve iç kaynakları yetersiz olan Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ) için uzun vadeli büyümenin finansmanı önemli boyutta dış kaynaklara bağlıdır. Böylece finansal entegrasyonun sağladığı dış kaynakların iç kaynakları tamamlaması sonucu arzulanan ekonomik büyüme sağlanacaktır. Bu süreçte gelir artışının uyaracağı tasarruf artışı da sermaye birikiminin oluşumuna katkı sağlayarak uzun vadede dış kaynak bağımlılığını azaltacaktır. 1980'lerde tüm dünyayı etkisi altına alan finansal ve ticari serbestleşme süreci ile birlikte sermayenin akımların önemli artışlar yaşanmıştır. Özellikle iç tasarrufları yetersiz seviyede olan GOÜ'ler, bu akımlardan faydalanabilmek için hızlı bir finansal serbestleşme yoluna gitmişlerdir. Makroekonomik açıdan istikrar sağlayamamış olan GOÜ'ler, sermaye akımlarını ülkelerine çekebilmek için yarışa girmişlerdir. Bu durum zamanla beklentilerin tersi sonuç doğurmuş ve bu ülkelerin sermaye bağımlısı haline gelmelerine yol açmıştır. 1990'larda hız kazanan finansal serbestleşme kaynaklı GOÜ'lere sıcak para girişlerindeki artış, GOÜ'lerin istikrarsızlıklarını arttırmış ve krizleri tetikler duruma gelmiştir.

GOÜ'lerde yaşanan kriz deneyimleri, finansal istikrar ve istikrarsızlık kavramlarını iktisat yazınında önemli hale gelmesine yol açmıştır. Erken uyarı sistemi işlevi gören istikrarsızlık göstergelerinin hem DYY hem de PY hareketlerini ne yönde etkilediği önem kazanmıştır. Özellikle 2008 Krizi sonrası GOÜ'lere yoğun sermaye girişlerinin hangi istikrarsızlık göstergeleriyle ilişkili olduğunun cevap arayışı çalışmanın temel amacıdır.

Bu çalışma, sermaye hareketleri ile finansal istikrar kavramsal çerçevesi ortaya konularak, finans sistemlerindeki yetersizlikler ve istikrardan uzak makroekonomik düzenleri nedeniyle ve sermaye hareketlerinden daha fazla etkilenmelerinden dolayı GOÜ'ler perspektifinden ele alınmıştır. Bu bağlamda çalışmada panel veri analizi kullanılarak, benzer makroekonomik göstergelere sahip GOÜ'lerdeki DYY ve PY girişleri ile finansal istikrarsızlık göstergeleri arasındaki ilişki analiz edilmiştir.

Birinci bölümde uluslararası sermaye hareketlerinin kavramsal ve teorik açıdan ele alındıktan sonra GOÜ'lere yönelik nedenleri ve bu ülkelere makroekonomik etkileri ele alınmıştır.

İkinci bölümde finansal istikrar kavramı açıklanmış ve finansal istikrarsızlık ve kriz kavramlarıyla finansal istikrarın çerçevesi ortaya konmuştur. Ayrıca GOÜ'lerdeki kriz deneyimleri incelenerek finansal istikrarsızlıkların krizlerdeki katkısı ele alınmıştır. Bu bölümün sonunda ilgili literatür taraması yapılmıştır. Üçüncü bölümünde, çalışmada kullanılan ekonometrik yöntem açıklanmıştır. Panel veri analizinin temel kavramları verildikten sonra birim kök testleri yapılmış, ardından uygun modelin seçimiyle model çıktıları elde edilmiştir.

Sonuç kısmında ise modeller elde edilen çıktı sonuçlarına dayanarak yorumlanmış ve politika önerilerinde bulunulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYEHAREKETLERİ

Uluslararası yatırımlar farklı biçimlerde yapılabilmektedir. Bu bölümde söz konusu yatırımların çeşitleri, ekonomik nedenleri ve sonuçları ele alınacaktır. Bu bağlamda gerek dünya ekonomisi için gerekse Türkiye ekonomisi için uluslararası sermaye hareketlerinin gelişimine ilişkin bir değerlendirme yapılacaktır.

1.1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI VE TÜRLERİ

Uluslararası sermaye hareketleri, bir ülkedeki yerleşik özel ya da tüzel kişilerin başka bir ülkeye yaptıkları fizikiyatırımlar (tesis, makine, arsa gibi) ile mali fon (hisse senedi, tahvil gibi) aktarımlarından oluşmaktadır. Ödemeler bilançosunda, dış alemden ülkeye sermaye girişi alacaklı (+), ülkeden dış aleme sermaye çıkışı borçlu (-) olarak muhasebeleştirilir (Seyidoğlu,2007:321). Başka bir deyişle, bir ülkedeki varlıkların başka ülkelerdeki kişi veya kuruluşlar tarafından satın alınması sermaye girişi, ülke yerleşiklerinin başka ülke varlıklarını satın alması sermaye çıkışı, aralarındaki farkın pozitif ya da negatif olmasına bağlı olarak da net sermaye girişi veya net sermaye çıkışı olarak ifade edilmektedir. Sermaye girişinin sermaye çıkışından daha fazla olması, ülkenin dış aleme gönderdiğinden daha fazla sermayeyi dış alemden getirttiği anlamına gelir ki buna sermaye hesabı fazlası ya da net sermaye girişi, aksi durumda ülkeden sermaye çıkışının, sermaye girişinden fazla olması sermaye hesabı açığı ya da net sermaye çıkışı olarak tanımlanmaktadır (Cesur,2016:117-118).Yapılış şekline göre uluslararası sermaye, bir ülkede teknolojik bir altyapı oluşturmak, lisanslar, patent hakları, hizmetler ve maddi olmayan haklar elde etmek için ev sahibi ülkeye gelmektedir. Bu tür kaynak transferleri, ev sahibi ülke adına sermaye ithalatı, borç veren kuruluş ya da ülke açısından sermaye ihracatı anlamına gelmektedir. Başka bir tanımlamaya göre sermaye hareketleri, yatırımcı ülkeden yatırım alan ülkeye bedeli sonra geri ödenmesi karşılığında o ülkenin ekonomisine finans, bilgi, hizmet, teknoloji gibi alanlarda yapılan net katkılardır (Güran,1999: 72).

Son yıllarda yaşanan teknolojik gelişmeler ve finansal serbestleşme politikaları nedeniyle uluslararası sermaye hareketlerinin çeşitleri arasındaki sınırların çizilmesi zorlaşmıştır. Buna rağmen sermaye hareketleri literatürde belirli kriterlere göre sınıflandırılabilir. Bunlar sermayenin mülkiyetine göre resmi ya da özel, vadesine göre uzun ya da kısa vade şeklindedir.

Sermaye hareketlerinin vadesine göre uzun ve kısa olarak ayrılması, likiditede yani paraya dönüşüm hızlarından kaynaklanmaktadır. Kısa vadeli sermaye kapsamında banka mevduatları, devlet tahvili, ticari senetler gibi paraya dönüştürülebilir hızları yüksek varlıklar yer almaktadır. Ancak günümüzde mali piyasaların yüksek gelişmişlik düzeyi düşünüldüğünde bazı uzun vadeli hisse senetleri ve tahvillerin kolaylıkla paraya dönüşümleri sağlanabilmektedir. Bundan dolayı belirli varlıklar için vade ayrımının önemini kaybettiği söylenmektedir (Karagöl,2010:171-172).

Sermayenin mülkiyetine göre resmi sermaye akımları ve özel sermaye akımları olarak ikiye ayrılmaktadır. Resmi sermaye akımları, ticari bir amacı olmayan, bir devletin başka bir devletle ya da Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası (WB) gibi uluslararası kuruluşlar ile hibe ya da kredi şeklinde gerçekleşen fon akımlarından oluşmaktadır. Bu akımlardan yararlanan ülkeler, tasarruf ve döviz ihtiyaçlarını karşılayarak ekonomik büyüme ve kalkınma hedeflerini gerçekleştirmeyi amaç edinmektedir. Özel sermaye akımları ise sermayenin bir ülkeden başka bir ülkeye, uluslararası para ve sermaye piyasalarında fon arz edenler ile fon talep edenler arasındaki işlemler sonucu gerçekleşen sermaye akımlardır (Bedestenci ve Kara, 2008:302-303).Uluslararası para piyasasında işlemcilerin, fon arz fazlalarını banka mevduatlarına yatırımları ve bankaların bu fonları kredi olarak kullanması uluslararası para piyasası işlemlerini oluşturmaktadır. Uluslararası sermaye piyasalarında fon arz fazlasına sahip yatırımcılar, faiz ve kar payı elde etmek için fon talep eden firma ve kuruluşların çıkardıkları hisse senedi ve tahvilleri satın alım işleri ise uluslararası sermaye piyasalarında yapılmaktadır(Karlık, 2009:66-68).Uluslararası özel sermaye hareketlerini resmi sermaye hareketlerinden ayıran en önemli özellik, özel sermaye hareketlerinin dış yardım şeklinde olmayıp, uluslararası piyasalardaki arz talep koşullarınca belirlenmesidir.

Tüm dünyada kabul gören kriterler doğrultusunda sermaye hareketleri, ödemeler bilançosunda doğrudan yabancı yatırımlar (DYY), portföy yatırımları (PY) ve diğer yatırımlar olmak üzere üçe ayrılmaktadır.

Portföy yatırımları, başka ülkelerdeki hisse senedi, tahvil gibi yatırımlar ve bunların kazançlarını içermektedir. Doğrudan yatırımlar, fiziksel yatırımlar olmalarından dolayı uzun vadeli, portföy yatırımları ise likit varlıklar olup her an ülkeyi terk edebilme özelliğinden dolayı kısa vadeli olarak kabul edilmektedir. Diğer sermaye hareketleri ise portföy ve doğrudan yatırımlar dışında kalan banka mevduatları ve uluslararası kredileri kapsamaktadır (Zengin, 2003: 53-62).

Bu çalışmanın ana konusu DYY ve PY'dir. Bu nedenle takip eden bölümlerde söz konusu yatırımlar ayrıntılı olarak ele alınırken, çalışmamızın kapsamı içinde yer almadığından diğer yatırımlara sadece tanım olarak değinilecektir.

1.1.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Uluslararası Para Fonu tanımına göre DYY'ler genellikle çok uluslu şirketler (ÇUŞ) tarafından başka ülkelerde bir işletme kurulması ya da mevcut bir işletmenin en az %10 hissesini mülkiyetine geçirmesi şeklinde gerçekleşen ve giriş yaptığı ülkeye işletmecilik, organizasyon tecrübesi, teknoloji ve know-how'ı getirerek ülkenin uluslararası rekabet gücüne olumlu katkı yapan yatırımlardır (IMF,2003:5).

T.C. Hazine Müsteşarlığı (2005) tarafından yapılan tanımlamaya göre, doğrudan yatırım, uluslararası yatırımcı tarafından ülkeye getirilen,

- Nakit sermaye
- Devlet tahvilleri dışında kalan menkul kıymetler
- Makine ve teçhizat
- Lisans ve fikri mülkiyet hakları
- Yurtiçinde gerçekleştirdiği yatırımlardan elde ettiği hasılat

Doğal kaynakların çıkarılmasıyla ilgili haklar gibi ekonomik değerler aracılığıyla ülkede yeni bir işletme kurmak, şube açmak, menkul kıymet piyasası haricinde hisse edinme, menkul kıymet piyasasında mevcut bir işletmenin %10 ve üzerinde hissesini ya da oy hakkını edinme şeklinde ülkenin mevcut sermaye stokuna yapılan katkıyı ifade eder (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2005:1).

Vade yapısı itibariyle uzun vadeli olan DYY'ler, üretim yapma amacıyla reel sektöre yönelmektedir. Giriş yaptığı ülkedeki fiziki altyapı ve hukuki yapının elverişliliği, bürokratik işleyiş, makroekonomik istikrar, büyüme potansiyeli, düşük işçilik maliyeti, kalifiye işgücüne erişim DYY'lerin aradığı özelliklerdendir. Bu nedenle, bir ülkede DYY'lerdeki artış, o ülkenin ekonomik ve politik yapısındaki sağlamlığın ve gelişmişliğe yönelik bir gösterge olarak kabul edilmektedir (Karluk,1998:398-399).

DYY'ler ÇUŞ'lar tarafından gerçekleştirilen fiziki yatırımlar ve bu yatırımlardan elde ettikleri gelirlerden oluşmaktadır. DYY'ler fiziki sermayenin yanında, giriş yaptığı ülkeye işletmecilik, organizasyon tecrübesi, teknoloji ve know-how'ı getirerek ülkenin uluslararası rekabet gücüne olumlu katkı yapmaktadır (IMF,2007: 86).

Gittikleri ülke ekonomisine önemli boyutta katkı yapması nedeniyle özellikle gelişmekte olan ülke politikacıları daha fazla DYY çekmeye yönelik politikalar üretmektedirler. Günümüzde hızlanarak artan DYY'leri açıklamaya yönelik teoriler Ürün Yaşam Devreleri Teorisi, Oligopolistik Tepki Teorisi, Monopol Avantaj Teorisi, İçselleştirme Teorisi ve OLI Paradigması başlıkları altında incelenecektir.

1.1.1.1. Ürün Yaşam Devreleri (Döngüsü) Teorisi

Vernon tarafından 1966 yılında geliştirilen ürün yaşam döngüsü teorisine göre, her ürünün üç aşamadan oluşan hayat evreleri vardır. Bunlar: yeni ürün aşaması, olgunlaşma aşaması ve düşüş aşamalarıdır. İcat edilen her ürün bu üç aşamayı tamamladıktan sonra standart bir ürün başka bir deyişle üzerinde tekel hakimiyeti olmayan bir ürün haline gelir(Gladwin ve Giddy, 1973: 21-22).

Bu teoriye göre ilk evrede yeni icat edilmiş inovatif ürün, bol sermaye ve yüksek teknolojik donanımın olduğu ABD ve gelişmiş diğer ülkelerde ortaya çıkmaktadır. İlk defa piyasaya sürülen inovatif ürün, gelir düzeyinin yüksek olması sebebiyle önce ABD'de iç talebi karşılayacak şekilde piyasaya sürülür. Ayrıca icatçı firma yeni ürünün fikri ve mülkiyet haklarına sahip olduğu için iç ve dış piyasada tek satıcı konumunda olmasından dolayı, üretim maliyetleri açısından diğer ülkelerde daha ucuza üretme imkanına rağmen anavatanı tercih eder. İlk aşamanın sonunda, yeni

ürünün artan üretimi ve diğer yüksek gelirli ülkeler tarafından da talep edilmesi sonucunda ihraç edilir. İhraç süreciyle birlikte ikinci evre olan ürün olgunlaşma evresine geçilir.

Ürün dönemlerinin ikinci aşaması olan olgunlaşmış ürün evresinde; üründe belli bir standart oluşmuş ve ilk aşamadaki nitelikli iş gücü ile yapılan emek yoğun küçük ölçekli üretim, yerini sermaye yoğun büyük ölçekli üretime bırakmıştır (Day, 1981: 60-67). Bu evrede iç piyasadaki talep doyuma ulaşmakla birlikte, ürünü ithal eden ülkelerde taklit sanayisi gelişmektedir. İcatçı firma giderek monopol gücünü kaybetmesi sonucunda azalan kârlılığını arttırmak için yeni pazar arayışına girer. İcatçı firma işgücü ve diğer üretim maliyetlerinin nispeten düşük, talebin yüksek olduğu Batı Avrupa ülkelerinde üretim tesisleri kurma yoluna gider (Wells, 1968: 43).

Tablo 1'de 1946-1975 yılları arasında ABD'de icat edilen ürünlerin üretim tesisi kurmak suretiyle yurtdışına aktarılması ürün sayısı ve ürün yüzdesi olarak gösterilmektedir. 1970'li yıllardaki stagflasyon nedeniyle ürün sayısında önemli bir düşüş olmasına rağmen ürünlerin ilk bir yıl içinde transferindeki yüzdelere her beş yıllık dönemde giderek artmıştır.

Tablo 1: ABD Merkezli ÇUŞ'ların Ürettikleri Yeni Ürünlerin Yabancı İştiraklere Aktarılması

Üretim Periyotları	Ürün Sayısı	İlk 1 Yıl İçinde Transferi	İlk 2-3 Yıl İçinde Transferi
1946-1950	149	%8.1	%10.1
1951-1955	147	%7.5	%10.2
1956-1960	180	%13.3	%17.8
1961-1965	165	%22.4	%17.0
1966-1970	158	%29.7	%15.8
1971-1975	99	%35.4	%16.2
Toplam	898	%19.4	%14.5

Kaynak: Vernon, 1979

Ürün yaşam devreleri teorisinin son evresi olan düşüş evresinde üretimin rotası artık düşük maliyetle üretim yapmaya imkan tanıyan GOÜ'lere kaymaktadır. ABD, bu nihai evrede artık ürünü ithal eden ülke pozisyonuna gelmektedir (Vernon, 1979:265-267).

Teori, sınır ötesi piyasalara açılan ÇUŞ'ların stratejilerini ve neden GOÜ'lere yöneldiğini açıklama konusunda yararlı bulunmaktadır. Ancak sermaye yoğun teknolojik mallara odaklanması açısından sınırlı kapsamda olması nedeniyle eleştirilmiştir (Karataş,2005:13).

1.1.1.2. Oligopolistik Tepki Teorisi

Doğrudan yabancı yatırımların başlıca amacı ev sahibi ülkenin iç pazarını ele geçirmek ve o ülkedeki ucuz hammadde ve işgücünden yararlanmaktır. Monopolcü rekabet teorisi ise bu amacın yanı sıra piyasadaki az sayıdaki rakip firmanın, birbirlerinin yatırım kararına tepki vererek birbirlerini takip ettiklerini ileri sürer. Teoriye göre monopolcü rekabet piyasasındaki firma uzmanlaştığı az sayıdaki ürünü doğrudan yabancı yatırım yoluyla yeni pazarlara taşıyarak üretim artışı sağlar. Üretim artışı yoluyla maliyetleri azalan firma kaynakların tahsisinde etkinlik sağlar. Rakibinin üretim ve maliyet avantajı sağladığını gören diğer firmalar ise kendi pazar paylarının rakipleri tarafından ele geçirilmesini engelleyebilmek için o ülkeye yönelik doğrudan yatırım yapma kararı verir. Frederick ve Knickerbocker, ABD'de sanayi sektöründe faaliyet gösteren 187 firmanın 1948 ile 1967 arasında 23 ülkede yaptıkları yatırımların birbirlerini ne ölçüde izlediğini araştırmıştır. Bunu, hangi periyotlarda ne miktarda ürünün doğrudan yatırım yoluyla diğer ülkelere transfer edildiğini giriş yoğunluğu endeksi adını verdiği ölçümle yapmıştır. Araştırmada DYY'lerin %46'sının ilk üç yıllık periyot içinde, %75inin ilk yedi yıllık periyot içinde gerçekleştiğini gözlemlenmiştir. Bunun sonucunda uzmanlaşılacak ürün sayısının düşük olduğu sektörlerde, yüksek olduğu sektörlerde göre firmaların rakiplerinin doğrudan yatırımlarını takip etme eğiliminin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Knickerbocker, 1973: 7).

1.1.1.3. Monopol Avantajı Teorisi

Kanadalı iktisatçı Stephen Hymertarafından 1960 yılında sistematikleştirilen monopolavantajı teorisine göre, icatçı firmanın doğrudan yatırım yapma kararı aldığı

ülkedeki yerel firmalarla rekabet etmesini sağlayacak marka korunması, yüksek teknoloji, ölçek ekonomileri, finansmana kolay erişim gibi tekelleri avantajları vardır. Hymer, DYY'lerin analiz edilebilmesi için öncelikle ÇUŞ kaynaklı piyasa başarısızlıklarının analiz edilmesi gerektiğini ifade etmiştir. ÇUŞ'lar, yerli şirketlere kıyasla yatırımlarında daha yüksek risk altındadır. Yabancı yatırımcı açısından farklı ya da bilinmeyen yasal düzenlemeler, farklı kültürler ve olası dışlayıcı politikalar ek maliyetlerdir. Bu nedenle, yabancı bir ülkeye yatırım yapmak için birtakım avantajlara sahip olunması gerekir. Bu avantajlar doğrudan yatırım yapan firmaya özel olmakla birlikte, piyasadaki yerel firmalar bu avantajlardan faydalanamazlar. Teoriye göre bu avantajların meşruiyet kaynağı, ev sahibi olarak o ülkenin ekonomik, siyasi ve kültürel koşullarını daha iyi tanıyan yerel firmalarla eşit şartlarda rekabet edebilmesini sağlamasıdır. Diğer bir ifadeyle söz konusu avantajlar o piyasadaki tam rekabet koşullarını sağlamayı amaçlar. Teoriye göre avantajların sağlandığı aşamada icatçı firma doğrudan yatırım kararında, düşük üretim maliyetlerinden daha çok o piyasada elde edeceği gelir daha etkilidir. Bunun temel sebebi İcatçı firmanın hammadde ve maliyet avantajı sağlayan yabancı yatırım şekli olan dikey bütünleşme türü yatırım yapmayı, anavatanında ürettiği yüksek teknolojik ürünlerin aynısını o ülkede teknolojisinin taklit edilemeyeceği ve geniş pazar payı sayesinde yüksek gelir elde edeceği dikey bütünleşme türü yatırım yapmasıdır(Hymer, 1976: 23-27).

1.1.1.4. İçselleştirme Teorisi

Buckley ve Casson tarafından geliştirilen içselleştirme teorisi doğrudan yatırım yapmanın ihracat yapmaktan neden daha avantajlı olduğunu piyasa başarısızlıkları kavramı üzerinden açıklar. Bu teori, ev sahibi ülkede devletin piyasaya uyguladığı kota, tarife, sübvansiyon, vergi, taban ve tavan fiyatı gibi kamu kaynaklı dışsallıkların neticesinde bozulan piyasa işleyişinin doğrudan yatırım aracılığıyla onarılabileceğini savunmaktadır. Örneğin otomobil üreticisi bir firmanın çelik ithal ettiği bir ülkede kamu kaynaklı dışsallıklar olduğunu varsayalım. Firmanın bu dışsallıklardan dolayı hammadde ve aramalı temini tehlikeye girebilir. Firma olası tehlike ve belirsizliklere karşı faaliyet gösterdiği tüm piyasalardaki üretimi tek elde toplama kararı alır. Bu durumda artık ev sahibi ülkedeki tedarikçisinden hammadde almak yerine kendisine

bağlı şirket kurarak ya da doğrudan yatırımla tedarikçi firmayı satın alacak ve böylece dikey bütünleşme yoluyla içselleştirecektir. Yine örneğin AR-GE ve teknoloji yoğun üretim yapan bir firma lisanslama yoluyla o ürünü ev sahibi ülkeye aktarmak yerine yatay bütünleşmeyi tercih ederse hem işlem maliyeti azalacak hem de fikri mülkiyet haklarını koruyarak monopol karı elde edecektir(Buckley ve Casson, 1976: 82-86).

1.1.1.5. OLI Paradigması

OLI paradigması 1970 yılında John Dunning tarafından geliştirilmiştir. Eklektik olarak da adlandırılan paradigma monopolcü rekabet teorisi, içselleştirme teorisi ve 1960'lar sonrası uluslararası ticaret teorilerinin sentezi olup doğrudan yabancı yatırımlara kapsamlı bir açıklama getirmiştir. OLI paradigması, doğrudan yabancı yatırımlar hakkında üç soruya yanıt bulmaya çalışır. Birincisi; firma farklılaştırdığı ürününe ve markasına güvenip diğer ülkelere doğrudan yatırım yapmalı mıdır? İkincisi; firma yurtdışında hangi fiziksel mesafedeki coğrafyaya yatırım yapmalıdır? Üçüncüsü; firmanın dış piyasaya içselleştirme, lisanslama, ihracat yollarından hangisiyle gireceği sorusudur. Paradigmanın ilk harfi olan O (ownership), sahiplik avantajlarıdır. Bunlar; firma tarafından farklılaştırılmış ürünün özellikleri, hedeflenmiş pazar payları ve markadır. L (location), uluslararası sosyokültürel yakınlıklar ve coğrafi konum avantajıdır. I (internalization) ise işlem maliyetleri ve piyasaya giriş kolaylıkları gibi içselleşme avantajlarıdır. Bu üç avantaj sağlandığında firma doğrudan yatırım yapacak aksi durumda lisanslandırma ya da ihracat kanalını seçecektir(Dunning, 2000: 168-174).

- Mülkiyet Avantajı (OwnershipAdvantages – O)

ÇUŞ'ların, bulundukları piyasalarda faaliyette bulunan yerel firmaların sahip olmadığı bazı avantajları olmalıdır. Bunlar arasında; teknolojik hakimiyet, yönetim ve organizasyonel oturmuşluk, firmaya ait fikri ve sınai mülkiyet hakları, marka değeri gibi firmaya ait birikimlerdir. Ek olarak, ölçek ekonomilerinden faydalanabilme olanağı, ucuz hammadde temini, finansal kaynaklara erişim de bu avantajlar arasında gösterilebilir.

- Konum Avantajı (Locational Advantages – L)

DYY'nin yatırımın niteliğine bağlı olarak hangi ülke veya coğrafi bölgede yapılacağını ilişkin avantajlardır. Bunlar arasında faktörlerin verimliliği, yatırımcı ülke ile yatırım alan ülke arasındaki coğrafi mesafe, piyasa büyüklüğü, tabii kaynakların bolluğu, gümrük vergileri, ev sahibi ülkenin bir Bölgesel Ekonomik Entegrasyona (BEE) üye olması, altyapının yeterliliği, yatırım teşvikleri, sosyokültürel yapı gibi unsurlar yatırım yerinin kazandıracığı avantajlar arasında gösterilebilir.

- İçselleştirme Avantajı (Internalization Advantages – I)

Teoriye sonradan ilave edilen içselleştirme avantajına göre, GOÜ piyasalarındaki düzensizlikler ve riskler ÇUŞ'lara ev sahibi ülke piyasalarını DYY yaparak içselleştirmelerine yönlendirmektedir. İçselleştirme sayesinde firmalar piyasalar arasında fiyat farklılaşması yapabilme olanağı, hükümetlerin ekonomi politikalarından en düşük seviyede etkilenme ve piyasa belirsizliklerinden kaçınabilme avantajlarına sahip olmaktadır.

1.1.2. Doğrudan Yabancı Yatırımların Giriş Yolları

Uluslararası sermaye hareketlerinin önemli bir parçası olan DYY'ler, farklı şekillerde ev sahibi ülkeye giriş yapabilmektedir. DYY'ler ev sahibi ülkede yeni bir işletme kurulması ya da mevcut bir işletmenin geliştirilmesi yoluyla da yapılmaktadır.

1.1.2.1. Yeşil Alan (Greenfield) Yatırımları

Dünya piyasalarının entegrasyonu, küresel değer zincirini yaratmış ve üretimin bölünmesini beraberinde getirmiştir. Bunun sonucunda birçok şirket üretim faaliyetlerini, farklı ülkelerdeki üretim tesislerinde yapmaktadır. Üretimin uluslararası aşmasıyla mallar, bir işlemde geçtikten sonra, ara malından nihai mala dönüşene kadar başka ülkelere transfer edilir. Bu durum büyük ölçekli şirketlerin, başka şirketlerle mal transferi trafiğini arttırmaktadır. Bu yatırım türüyle şirket tüm

dünyadaki operasyonlarının entegrasyonunu sağlar. Sınırları dışında bir ülkede tamamen kendisine ait bir fabrika ya da tesis kurarak ürün transfer maliyetlerini azaltır. Ayrıca Greenfield yatırımları ucuz işgücü ve hammadde avantajlarından faydalanmak için yapılır (Harzing, 2002: 13-15).

Ev sahibi ülkede istihdamı artırması, beşeri sermayeye, teknolojik gelişmelere, ekonomik büyüme ve kalkınmaya yaptığı katkılar dolayısıyla yeşil alan yatırımları ülkelerin en fazla çekmek istedikleri yatırım türüdür(Köprücü, 2017: 36).

1.1.2.2. Birleşme ve Satın Alım

Şirket evlilikleri olarak adlandırılan birleşmeler, kaynak ve piyasa payı açısından birbirine denk iki veya daha fazla firmanın piyasa gücü ve verimliliği artırma amacıyla tüzel varlıklarını sonlandırarak, yeni bir firma oluşturmaları durumudur. Birçok ÇUŞ'un büyümesi, karlılığını arttırması ve dünya pazarlarına ulaşması, maliyetlerini azaltarak diğer firmalara karşı rekabet üstünlüğü yakalamasıyla mümkündür. Bunun sağlamanın diğer bir yolu yerel firmaları satın almaları şeklindedir (Çelik, 1999: 57-59).

Birleşmelerden farklı olarak satın alımlar, büyük ölçekli ÇUŞ'ların küçük ölçekli yerel firmaları alacak ve borçlarıyla birlikte tüm varlıklarını bünyesine dahil ederek hukuki varlığına son verdiği doğrudan yatırım türüdür.

ÇUŞ'ların birleşme ve satın alma yoluyla ulusal piyasaya giriş nedenleri arasında pazar payını artırma, yerel firmaya tanınan vergi kolaylıklarından yararlanma, risk çeşitlendirmesi, satın alım işleminin borsaya olumlu yansımaları, yerel firmanın teknik bilgi, kalifiye personel ve dağıtım kanallarına sahip olma ve satışlardaki mevsimsel dalgalanmaları dengeleme olarak sıralanabilir (Dinçer,2004:218).

Şirket satın alımları şeklinde gerçekleşen DYY'lerde başlıca sorun, satın alım yapan ÇUŞ'un yatırımın yapıldığı ev sahibi ülkedeki farklı çalışma kültürünün varlığı nedeniyle uyum sağlama zorluğu olarak ortaya çıkmaktadır. Diğer bir sorun ise ulusal piyasayı korumaya yönelik tedbirler alan hükümetlerin tutumu gösterilebilir.

Tablo 2'de 2001-2019 yılları arasında dünyadaki net şirket satın alımları ve birleşmeleri şeklinde yapılmış DYY'lerin işlem sayısı ve milyar dolar olarak değerleri

yıllara göre verilmiştir. Tabloda görüldüğü gibi hem işlem sayısı hem de işlem değeri olarak yıllara göre artış görülmektedir. 2004-2007 yılları arasında GOÜ'lerdeki özelleştirmelerle ciddi bir sıçrama olmuştur. Tabloda 2007 Küresel Finans Krizinin satın alımlar ve birleşmeler şeklinde gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımlara olumsuz etkisi görülmektedir. 2007 yılında 1.032 trilyon dolar olan işlem hacmi 2008 yılında 617 milyar dolara, 2009 yılında 287 milyar dolara gerilemiştir.

Şirket satın alım ve birleşmeleri sektörel olarak incelendiğinde 2001 yılında sanayi sektöründeki işlem sayısı 1427 iken 2008 yılında 2055 işlem ile zirve işlem sayısına ulaşmış ve bu yıldan sonra düşmüştür. Yabancı yatırımcının sınır ötesi şirket satın alma birleşmelerde tercihi açık ara hizmetler sektörü olmuştur. 2001 yılında toplam işlem sayısının yüzde 64,45 'i hizmetler sektöründe gerçekleşirken yüzde 30,87'si sanayi sektöründedir. Yıllar itibariyle hizmetlerin ağırlığının daha da arttığı görülmektedir. Sektörel alt dal ayrımına bakıldığında 2019 yılında sanayi sektöründe 1350 işlem gerçekleşmiştir. En çok işlem gören alt dallaryüzde 18,30 ile bilgisayar, elektrik-elektronik ve optik ürünler iken ikinci sırada yüzde 14 ile eczacılık ürünleri, tıbbi kimyasallar ve botanik ürünleri üçüncü sırada ise yüzde 13 ile makine ve teçhizat imalatı olmuştur. Sanayi sektöründeki işlem sayısı 2007 Küresel Krizi öncesinde gerçekleşen sayıya bir daha ulaşamamıştır. Hizmetler sektöründeysse Küresel Kriz öncesi işlem sayısına yıllar içinde ulaşılmış, hatta üzerine çıkmıştır. Hizmetler sektöründe en çok işlem gören dallar yüzde 45 ile finans ve sigortacılık faaliyetleri yüzde 20 ile enformasyon ve iletişim, yüzde 7,30 ile ticarettir.

Tablo 2: Şirketlerin Sınır Ötesi Şirket Satın Alımları ve Birleşmeleri 2001-2019 (Net Sayı ve Değer)

Yıllar	Sanayi		Hizmetler		Toplam İşlem Sayısı	Toplam Değer (milyar dolar)
	İşlem Sayısı	%	İşlem Sayısı	%		
2001	1427	30.87	2979	64.45	4622	431
2002	1062	32.90	2015	62.42	3228	244
2003	1031	33.95	1792	59.01	3037	165
2004	1176	31.26	2326	61.83	3762	199

2005	1486	28.54	3433	65.94	5206	535
2006	1683	27.55	3966	64.91	6110	620
2007	2077	27.39	4929	65.01	7582	1.032
2008	2055	29.74	4265	61.73	6909	617
2009	1228	27.58	2727	61.24	4453	287
2010	1541	27.71	3377	60.72	5562	347
2011	1631	27.57	3622	61.22	5916	553
2012	1573	28.84	3425	62.79	5455	328
2013	1440	29.17	3117	63.15	4936	263
2014	1694	27.82	4055	66.58	6090	428
2015	1778	27.94	4346	68.29	6364	735
2016	1745	26.41	4656	70.47	6607	887
2017	1690	24.26	4727	67.85	6967	693
2018	1600	23.46	4815	70.59	6821	816
2019	1350	20.52	5070	77.08	6578	491

Kaynak: UNCTAD cross-border M&A database,
<https://unctad.org/search?keys=cross-border+M%26A+>

1.1.2.3. Stratejik İttifaklar

Stratejik ortaklık olarak da bilinen stratejik ittifak, iki veya daha fazla şirketin yasal bağımsızlıklarını kaybetmeden, ortak hedeflerine ulaşma amacıyla işbirliğine gittikleri doğrudan yatırım türüdür. İttifakın temel güdüsü, kurulacak ittifak ile kolektif çaba sonucu elde edilecek karın, her bir şirketin bireysel çabası sonucu elde edeceği kardan daha yüksek olmasıdır. Tanımdan anlaşıldığı üzere stratejik ittifaklar iki veya daha fazla şirketin karşılıklı yarar sağlamak için bir araya gelmeleriyle oluşmaktadır. Ortaklar genelde elektronik, otomotiv, haberleşme, petrol ve bayındırlık gibi yüksek yatırım maliyeti olan sektörlerde stratejik ittifak yoluna gider. Başlıca amaçlar; pazar payını arttırma, yeni bir pazara girişte politik riski azaltma, maliyetleri düşürme, diğer ortağın teknolojisinden faydalanma, kaynaklara kolay erişim sağlama olarak sıralanabilir(İlker, 2010: 27). Bu tip ittifaklara teknoloji şirketleri Canon ve Kodak'ın kaynaklarını ve teknolojilerini birleştirerek fotokopi makinesi ve Toshiba ile Motorola'nın mikro işlemciler alanında ittifak yoluna gitmesi güncel örnekler olarak verilebilir.

1.1.2.4. Ortak Girişim

Ortak girişim, yabancı şirket ile yerel şirketin menfaatleri doğrultusunda kaynaklarını tahsis ederek oluşturdukları mülkiyeti ve yönetimi ortak, getiri ve riskleri paylaşılan diğer ana iki şirketten bağımsız yapıya sahip bir işletme türüdür. DYY'ler bazen belirli bir üretim ya da hizmet alanında bir veya birden çok yerli firma ile ortak girişim şeklinde gerçekleştirebilmektedir. Buradaki amaç; ÇUŞ'un sağlayacağı finansal kaynak, ileri teknoloji ve yönetim becerisiyle yerli firmanın sağlayacağı kalifiye eleman ve piyasayı tanıma avantajlarının birleştirilip, iki firmanın ayrı ayrı faaliyet yapmaları sonucu elde edecekleri kazancın, işbirliği yaparak daha yüksek seviyeye çıkarmaktır. Ortak girişim; yeni bir iş kurmanın riskini azalttığı, küçük ölçekli yerli firmalara büyük işletmelerle rekabet etme ve kolayca yeni teknolojiler edinmelerine izin verdiği için işletmeler için cazip olabilmektedir (Porter, 1986: 318). Toyota ile Ford'un 2011 yılında hibrit araçların geliştirilmesi ve Fiat ile Google'ın sürücüsüz araç projesi ve Türkiye'de ise Sabancı ile Toyota'nın oluşturduğu ToyotaSa ortak girişimlere örnek gösterilebilir.

1.1.3. Portföy Yatırımları ve Portföy Yatırımlarını Açıklayan Teoriler

Uluslararası sermayenin kapsamına yabancı bir ülkeye girdiğinde o ülkenin üretim kapasitesini arttıran fiziki yatırımlar olan doğrudan yatırımlar ile girdiği ülkenin üretim kapasitesine sınırlı katkı yapan tahvil, hisse senedi gibi menkul kıymetlere yönelen yatırımlar olan portföy yatırımları girmektedir. Yatırımın şekli açısından ayrılan portföy yatırımları yatırımcı tipi açısından da DYY'den ayrılmaktadır. DYY'ler genellikle çok uluslu şirketler tarafından yapılırken portföy yatırımları genellikle finansal kuruluşlar ve gerçek kişiler tarafından yapılmaktadır.

Dolaylı yatırımlar ve sıcak para olarak da adlandırılan portföy yatırımları, spekülasyon ataklara aşırı duyarlı ve yatırımcıların anlık davranışlarına göre şekil alan keskin geri dönüşlere sahip yatırımlardır (Ünal ve Açıkalın, 2008:7). Kar beklentisi ve risk algısı söz konusu anlık davranışların kaynağı olarak gösterilebilir. Anlık davranışların varlığı bu yatırımların psikolojik, davranışsal faktörlere de bağlı olduğunu göstermektedir.

Portföy yatırımları devredilebilirlik özelliğine sahiptir. Bu özellikleri portföy yatırımlarının ekonomik bir varlık oldukları sürece kolay el değiştirmelerini sağlamak ve yatırımcılara ellerinde bulundurdıkları yatırımları istedikleri zaman elden çıkarma ve çeşitlendirme imkanını tanımaktadır (Akıñoğlu, 2013:11). Likitidesinin yüksek oluşu portföy yatırımlarının elden çıkarılmasına ve ülkeyi kolayca terk etmesine olanak sağlamaktadır. Bu durum GOÜ ekonomilerinde makroekonomik kırılganlığı arttırmakta ve ekonomik krizlere neden olabilmektedir.

Portföy yatırımcısının temel motivasyonu faiz, temettü veya spekülative kazanç sağlamaktır. Bu nedenle portföy akımları, faiz getirisinin düşük olduğu ülkelere faiz getirisinin yüksek olduğu ülkelere doğru yönelmektedir(Karluk,1984: 405).

Görüldüğü üzere portföy yatırımlarını belirleyen faktörlerin doğrudan yatırımlara göre daha karmaşık bir yapısı vardır. Aşağıda portföy yatırımlarını açıklamaya yönelik teoriler ele alınmıştır.

1.1.3.1. Modern Portföy Teorisi

Markowitz 1952 tarihli portföy seçimi adlı makalesinde portföyün iki aşamada oluşturulabileceğini belirtmektedir. İlk aşamada gözlem ve geçmiş tecrübeler ile başlayıp gelecekte yüksek getiri sağlayacağına inanılan varlıkların seçimi yapılır. İkinci aşamada ise ilkinde oluşan ön kabuller ile portföy oluşturulmaktadır. Markowitz çalışmasında yatırımcının getiri maksimizasyonunu sağlamak için gerekli optimal portföy seçimi hususuna odaklanmaktadır. Teoride yalnızca portföy çeşitlendirilmesi yapılarak riskin azaltılamayacağını, portföyde yer alan menkul kıymetler arasındaki ilişkinin yönünün ve şiddetinin de riskin azaltılması açısından etkili olduğu Ortalama-Varyans Modeli ile ortaya konulmuştur.Modelin temel kavramları aşağıda gösterilmektedir (Markowitz, 1952: 77-91):

R: Portföyün Beklenen Getirisi

w_i: i menkul kıymetinin portföydeki oranı

(0 ≤ w_i ≤ 1) (i=1.....N)

μ_i: i menkul kıymetinin beklenen getirisi

N: Menkul kıymet sayısı

δ_{ij} : i ve j menkul kıymetlerinin kovaryansı

$i=1, \dots, N, j=1, \dots, N$

δ^2 : Portföyün Varyansı

$$R = \sum_{i=1}^N W_i * \mu_i \quad (1.1)$$

$$\delta^2 = \sum_{i=1}^N W_i * W_j * \delta_{ij} \quad (1.2)$$

2 numaralı denklemden, portföy varyansının büyük ölçüde portföyü oluşturan varlıkların birbirleri ile ilişkisinden kaynaklandığını göstermektedir. Birbirleri arasında negatif veya sıfır korelasyon olan portföylerin varyansı, varlıkların tek başına ele alındığı durumdan daha düşük olmaktadır. Bu durum çeşitlendirmenin yararlı olduğunu göstermektedir. Yatırımcı risk-getiri uzayında bütün menkul kıymet bileşimlerinin üzerinden, belirli bir risk düzeyinde en yüksek getiri oranını elde etmek ya da belirli bir getiri düzeyini en az riskle gerçekleştirmektedir. (Karan, 2001: 92).

1.1.3.2. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM)

1960’larda Sharpe, Lintner ve Mossin tarafından geliştirilen CAPM Modeli, Markowitz Modelinin geliştirilmiş biçimidir. Bu model, modern portföy teorisinde analiz dışı bırakılan risksiz varlıklara da yatırım yapılabildiği durumda portföy seçiminin ne şekilde oluşacağına cevap aramakta ve yatırım yapılması planlanan varlığın sahip olduğu rizikoya uygun bir getiri sağlayıp sağlamadığını araştırmaktadır (Blume ve Friend, 1973:19-31).

CAPM modelinin varsayımları: (Samuels, Wilkes ve Brayshaw, 1995:495)

- Yatırımcılar riskten kaçınarak beklenen getiriyi en çoklaştırmaya çalışırlar.
- Piyasadaki tüm aktörler için yatırım fırsatı aynıdır.
- Tüm yatırımcılar Markowitz’in ortalama-varians kriterine göre davranmaktadır.
- Tüm yatırımcılar, piyasadaki varlıkların getirileri ve bu getirilerin standart sapma ve varyansları hakkında benzer beklentilere sahiptir.
- Piyasada risksiz varlıklar mevcuttur.

- Tüm vergiler yansızdır.

CAPM Modeli denklemsel olarak aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$E(r_i)$: Varlığın Beklenen Getirisi

r_b : Risksiz varlık (devlet tahvili) getiri oranı

β_i : beta

$[E(r_m) - r_i]$: Risk primi

$$E(r_i) = r_b + \beta_i[E(r_m) - r_i] \quad (1.3.)$$

Yukarıdaki CAPM Modelinin doğrusal denkleminde yatırım yapılacak riskli varlığın üç temel parametresi bulunmaktadır. Bunlar; vadeli mevduat, hisse senedi gibi risksiz varlıkların getirisi, ikincisi piyasa risk primi, üçüncüsü varlığın sistematik risk ölçütü olan beta katsayısıdır. Beta katsayısı CAPM'nin en önemli unsurudur. Bu katsayısının birden küçük olması varlığın sistematik riskinin düşük ve buna bağlı olarak getirisinin de düşük olduğunu, birden büyük olması riskinin yüksek ve buna bağlı olarak getirisinin de yüksek olduğu anlamına gelmektedir.

CAPM Modeli alınan riskle sağlanacak getirinin pozitif yönde ve lineer bir ilişkide olduğunu ortaya koymaktadır.

1.1.3.3. Arbitraj Fiyatlama Modeli

Arbitraj, herhangi bir menkul kıymetin, dövizin veya malın bir piyasadan alınıp diğer bir piyasada satılması yöntemi ile (kıymetler birbiri ile değiştirilerek) risksiz bir şekilde kâr edilmesi işlemi olarak tanımlanmaktadır (TCMB, 2013). Ancak günümüzde finansal piyasaların entegrasyonu ve teknolojik gelişmeler sayesinde yatırımcılar tüm dünyadaki finans piyasalarına kolayca ve düşük maliyetlerle erişebilir duruma gelmiştir. Bu durum finans piyasaları arasındaki menkul kıymet arbitraj olanaklarını giderek azaltarak piyasalar arasında dengenin sağlanmasına ve böylece tek fiyat kanunun geçerliliğine neden olmaktadır.

Arbitraj Fiyatlama Modeli (APM), CAPM modeline yöneltlen eleştirileri de karşılayacak şekilde 1976 yılında Stephen Ross tarafından geliştirilmiştir. APM, CAPM'da ihmal edilen geri ödenmeme riski, faiz oranı riski, pazar riski, satın alma gücü riski ve yönetim riski gibi portföydeki getiriyi etkileyen makroekonomik

faktörler ve şirketin içsel faktörleri dikkate alınarak geliştirilmiştir. APM'nin CAPM ile benzer ve farklı özellikleri vardır. Benzer özellikleri şöyledir (Demirtaş ve Güngör, 2004: 9):

- Sermaye ve finans piyasalarında tam rekabet şartları geçerlidir.
- Yatırımcılar aynı risk düzeyinde yüksek getirili varlığı tercih eder.
- Getiri ve risk arasında doğrusal bir ilişki söz konusudur.
- İki modelde de sistematik riske dayanmaktadır.

İki modelin farklı özellikleri ise şöyledir (Fabozzi ve diğerler, 1998: 26):

- CAPM piyasa riskini, APM ise birden çok çeşitli sistematik risk faktörlerini göz önüne almaktadır.

- CAPM'de risksiz varlığın getirisine ihtiyaç duyarken, APM'de risksiz varlığın getirisine ihtiyaç duyulmamaktadır.

Modele göre tek fiyat kanunun geçerli olması, yatırımcıların arbitraj yaparak sonsuz miktarda servet edinmelerini olanaksız kılmaktadır. Bu nedenle yatırımcılar portföylerini oluştururken makroekonomik faktörlerden ve firmaya özgü faktörlerden etkilenmektedir. Modelin geçerliliğinin gereği olarak getirilerinin belirlenmesinde varlıkların, bahsi geçen faktörlerden birden fazlası tarafından etkilenmesi gerekmektedir(Reilly ve Brown, 1999: 18). Anlaşıldığı üzere CAPM' de yalnızca piyasa riski dikkate alınırken, APM' de çok sayıda risk faktörü gözönüne alınmaktadır.

Modelin denklemsel gösterimi aşağıdaki gibidir(Roll ve Ross, 1980: 1073-1103):

$R_i = i$ varlığının getirisi

α_0 = risksiz faiz oranı(i varlığının beklenen getirisi)

α_k = k inci ortak risk faktörünün risk primi ($j= 1,2,3,\dots,n$)

b_{ik} = i payının k faktörüne olan duyarlılığı ($k= 1,2,3,\dots,n$)

e_i = sistematik olmayan risk

$R_i = \alpha_0 + \alpha_1 b_{i1} + \alpha_2 b_{i2} + \alpha_3 b_{i3} + \dots + e_i(1)$

1 numaralı denklem düzenlendiğinde,

$$R_i = \alpha_0 + \sum_{j=1}^n b_{ij} I_{ij} + e_i \quad (1.4.)$$

Eşitlikte;

CAPM’ da finansal varlığın piyasa riski üzerinden fiyatlandırılması yapılırken, APM’ de 1 ve 2 numaralı denklemlerde görüldüğü üzere birçok değişken mevcuttur. APM’ de fiyatlandırma fonksiyonu yatırımcının dikkate alacağı değişkenlerden oluşmakta ve bunun sonucunda varlığın her yatırımcı için subjektif fiyatı oluşmaktadır.

1.1.4. Diğer Yatırımlar

Diğer yatırımlar, DYY ve PY haricinde kalan tüm sermaye hareketlerini kapsamaktadır. Vadelerine göre kısa ve uzun dönem olarak ikiye ayrılmaktadırlar.

1.1.4.1. Uzun Vadeli Diğer Yatırımlar

PY’ler içinde yer almayan, vadesi bir yıldan uzun, kapsamı içinde kamu ve özel kesim kredileri, mevduatların olduğu ve sermaye piyasası aracılığıyla gerçekleştirilmeyen borç-alacak ilişkisi kapsamına giren yatırım türüdür. Genellikle bankaların, kamu ve özel kesimin küresel finans kuruluşlarından ve başka devlet ve hükümetlerden sağladıkları kredileri kapsamaktadır. Bunlara bankaların sendikasyon kredileri, hükümetlerin IMF, Dünya Bankası gibi kuruluşlardan sağladığı krediler örnek verilebilir. Kullanım amacı genelde yüksek bütçeli (havaalanı, santral, köprü gibi) projelerin hayata geçirilmesi ve makroekonomik istikrarı sağlamaya yöneliktir. Vadesinin uzun ve kullanım amacının reel sektör yatırımları olduğu düşünüldüğünde, bu tür yatırımların verimli alanlarda kullanıldığı takdirde ülke ekonomisine faydalı olduğu söylenebilir. Ancak çarpan etkisi ve verimliliği düşük sektörlerle yöneldiğinde ülkede ekonomik istikrarsızlığa neden olabileceği söylenebilir. (Kont, 1998:693-694).

1.1.4.2. Kısa Vadeli Diğer Yatırımlar (Sıcak Para)

PY’ler içinde yer almayan, vadesi bir yıldan kısa sermaye akımlarını kapsamaktadır. Kısa vadeli diğer yatırımlar; kısa vadeli repo, finansman bonusu, banka mevduatları ve banka kredilerini kapsamaktadır. Bu yatırım türü, dış ticaretin

finansmanına yönelik Eximbank kredileri ile döviz ve faiz getirileri farklarından yararlanmaya yönelik olarak gerçekleşebilmektedir.

Sıcak para olarak da bilinen kısa vadeli diğer yatırımlar, tıpkı PY'ler gibi yüksek yurtiçi reel faiz ve döviz kuru farklılıklarına duyarlı, spekülatif saikle ülkeye giriş yapan yatırım türüdür. Sıcak para akımları, ülkenin ekonomik büyüme potansiyeli gibi faktörleri göz ardı ederek, finansal varlık getirileri ile faiz ve döviz kuru arbitrajından faydalanmak amacıyla girmektedir. Bundan dolayı bazı kalemleri hariç çoğunlukla spekülatif olarak kabul edilmekte ve sıcak para olarak adlandırılmaktadır. Sıcak paranın hem vadesinin kısa hem de likiditesinin yüksek oluşu, ülkeyi hızlıca terk edebilme riskini doğurmaktadır. Yatırım alan ülkede meydana gelebilecek ekonomik ya da politik olumsuz bir durum, sıcak paranın hızlıca ülke dışına çıkmasına sebep olabilmektedir.

Yüksek faiz getirisinin cazibesıyla ülkeye giren sıcak para, ülkenin döviz ihtiyacını ve bütçe açıklarını kapatarak geçici bir rahatlama sağlar. Ancak kısa vadeli olmaları nedeniyle, uzun vadede ülkenin büyüme ve kalkınma hedeflerine katkıda bulunmaları olanaksızdır. Ödemeler bilançosu ve bütçe açıklarına kısa vadeli finansman olanağı sunmalarına rağmen geçici ve düzensiz bir kaynak olmaları, bu açıkların temelinde yatan yapısal sorunların giderilmesini geciktirebilmektedir (Akat, 2004: 7).

Kısa vadeli diğer yatırımların neden olabileceği olumsuz etkilerin bir diğeriye ülkeden çıkış aşamasında ortaya çıkmaktadır. Giriş yaptıkları ülkede ulusal paranın aşırı değerlenmesi yoluyla dış ticaret açıklarına; kredi genişlemesi yoluyla da yurtiçi tüketim artışına ve varlık piyasalarında balonların oluşması gibi olumsuzlara neden olmaktadır. Aynı zamanda ulusal paranın aşırı değerlenmesi gerek finans gerekse reel kesim için yurtdışından borçlanmayı cazip hale getirmektedir. Bu durum ekonomileri şoklara karşı kırılgan hale getirmektedir. Söz konusu istikrarsızlık unsurları yoğun çıkışların yaşanması halinde krizleri kaçınıl kılmaktadır. 1990'lı yıllarda çok sayıda GOÜ'de yaşanan krizlerin sıcak para akımlarının ani duruşu (sudden stop) nedeniyle gerçekleştiği bilinmektedir (Cihan, 2005: 24).

Kısa vadeli diğer yatırımlar; spekülatif, ekonomik ve politik gelişmelere aşırı duyarlı, kolay kaçabilir, idare edilmesi zor özelliklerinden dolayı ekonomi yönetiminin en çok dikkat edilmesi gereken sermaye akımı türüdür.

1.2. GOÜ'LERE YÖNELİK SERMAYE HAREKETLERİNİN BELİRLEYİCİLERİ

Sermaye hareketlerini etkileyen faktörler itici ve çekici faktörler olmak üzere iki grupta toplanmaktadır. İtici faktörler;GOÜ'lerdeki koşullardan bağımsız GÜ ekonomilerindeki gelişmelere duyarlı dışsal faktörlerdir. Çekici faktörler ise GOÜ'lerin iç dinamiklerinden kaynaklı cezp edici faktörlerdir(IMF, 2016: 23).

1.2.1. İtici Faktörler

İtici faktörler genellikle küresel ekonomik gelişmeler sonucu sermayenin yönelmesini sağlayan unsurları kapsamaktadır.

- Bölgesel işbirlikleri ve ticaret anlaşmaları Sermaye hareketlerini teşvikte bölgesel ticari anlaşmalar iki kanaldan etkili olabilmektedir. Birincisi, birlik içinde gerçekleştirilecek üretim ile birlikte, aksaklıkların azaltılması ve piyasanın büyümesi yatırımları daha kârlı hale getirmektedir. Bu, özellikle büyük çaplı yatırımlarda ölçek ekonomilerden yararlanılmasını sağlamaktadır. Diğer ise, birliğin içinde ticaret engellerinin olmayışı, uluslararası sermayenin birlik içindeki ülkelere yönelmesine yol açmaktadır (Aktan, 2000: 33).Bu konuda yapılan ampirik çalışmalara bakıldığında ticari açıklığın sermaye girişleri üzerinde pozitif etkisinin olduğu görülmektedir (Bakaert ve Harvey, 1995; Brunnermeier: 2009; Ehrmann ve Fratzscher: 2004).

- GÜ ekonomilerinde durgunluk ve düşük faizler Faiz getirileri arasındaki farklılık, sermaye akımlarının GOÜ'lere yönelmesine neden olan diğer bir faktördür. 1990'lı yılların başında Amerika, Almanya ve Japonya ekonomilerinde görülen resesyon ve faiz oranlarındaki düşüş, sermaye akımlarının yüksek faiz getirisi nedeniyle GOÜ'lere yönelmesine neden olmuştur (Calvo,1998: 35-44). GOÜ'lerdeki yüksek faiz oranları, spekülasyon amaçlı sermaye girişlerine arbitraj imkanı sağlamıştır.

1.2.2. Çekici faktörler

Çekici faktörler ise sermaye akımlarının yöneldiği ülkenin gerçekleştirdiği ekonomik ve politik reformlardan oluşmaktadır.

- Sermaye kontrollerinin kalkması ve finansal serbestleşme

1973 yılında sabit kur sistemine dayalı Bretton Woods'un çökmesiyle birlikte GOÜ'lerin esnek kur sistemine geçtikleri ve sermaye hareketlerini serbestleştirdikleri görülmektedir. Bu durum fon arz fazlası olan GÜ'lerden fon talep fazlası olan GOÜ'lere sermaye akımına neden olmuştur.

- Altyapı ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler

Bu alandaki ilerlemeler, GOÜ piyasalarında bilgiye erişimi ve işlemleri kolaylaştırmış öte yandan iletişim teknolojilerindeki maliyetlerin düşmesini sağlamış ve böylece sermayenin mobilitesi artmıştır. Örneğin New York ile Londra arasında 3 dakika süren telefon görüşmesinin maliyeti 1970 yılında yaklaşık 32 dolar iken, 1990 yılına gelindiğinde 3 dolara inmiştir (Ghai, 1995:52).

- Coğrafi konum, hammadde ve işgücü maliyetlerindeki avantaj

Sermaye hareketlerini etkileyen bir diğer çekici faktör ise yatırımcıya maliyet avantajı yaratan unsurlardır. Bunlardan biri, ülkenin büyük pazarlara yakınlığı ve ulaştırma maliyetlerinde avantaj sağlaması, diğeri ise işgücü ve hammadde maliyetlerinin düşük olmasıdır (Özağ, 1994:65). Bu maliyet unsurları ülkenin rekabet gücünü temsil etmesinden dolayı DYY'leri arttırıcı etki yapabilmektedir.

- Döviz kurunun düzeyi

Sermaye hareketlerinin bir diğer önemli belirleyicisi döviz kurlarıdır. Yatırım yapılan ülke parasının değer kaybı ülkenin ihracata yönelik sektörlerinde sermaye

girişini arttırırken, iç piyasaya yönelik faaliyette bulunan sektörlerde satın alım gücünü düşüreceğinden azaltıcı etki yapabilmektedir. Gerçekleştirilen teorik ve ampirik çalışmaların çoğunda, sermaye akımlarının ulusal paraları değerli GÜ'lerden ulusal paraları değersiz GOÜ'lere yönelik olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ancak bazı çalışmalarda ilişki tespit edilememiştir.

1985 yılında 80 az gelişmiş ülkedeki döviz kuru ile sermaye girişleri arasındaki ilişkinin araştırıldığı çalışmada, yerel para birimi zayıf olan ülkelerin daha fazla sermaye çektiği görülmektedir (Schneider ve Frey:1985). Yapraklı tarafından Yapraklı tarafından yapılan çalışmada Türkiye'de 1976-2006 dönemi için eş bütünleşme analizinde DYY'ler ile döviz kuru arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Yapraklı: 2006).2010 yılında BRICS ülkelerinde doğrudan yatırımların belirleyicilerinin incelendiği çalışmada döviz kurunun arttığı dönemlerde birleşme ve satın alımlar şeklinde gerçekleşen doğrudan yatırımlarda artış olduğu görülmüştür (Vijayakumar vd., 2010: 1-13). Bir başka çalışmada 1990-2011 yılları arasında kırılmalı beşli ülkelerinde döviz kuru ile doğrudan yatırımlar arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir (Nonnenberg ve Mendonca, 2011: 34-56).

- İş yapma kolaylığına ilişkin faktörler

İş yapma kolaylığına ilişkin faktörler kamu ve iş ortamı açısından tamamlayıcı öğelerden oluşmaktadır. Birincisi, kamu kesiminin piyasadaki ağırlığının azaltılması, yolsuzlukla mücadele sicili ve bürokrasinin kalitesinden oluşurken, yatırım ortamıyla ilgili yatırım teşvikleri ve promosyonlar, tanıtım ve pazarlama fırsatları ve yatırım sonrası hizmetlerden oluşmaktadır (UNCTAD, 1998). Diğer bir deyişle, ekonomik fırsatlara erişim, yolsuzluğun azalması ve daha düşük işlem maliyetleri yerli yatırımcının yanı sıra yabancı yatırımcı için de yatırım iklimini olumlu yönde etkilemekte ve ülkeye daha fazla yabancı yatırım çekmeye yardımcı olabilmektedir.

- İç pazarın cazibesi

Yabancı yatırımcı açısından ülkenin kişi başına düşen milli geliriyle ölçülen pazar büyüklüğü, genellikle yüksek iç talebin olduğu ülkelere düşük iç talebin olduğu

ülkelerden daha fazla sermaye girişı sağlamaktadır. Yatırımcı iç talep seviyesine bakarak ÷lkeye ihracat yapmaktansa DYY kanalıyla yatırım yapmayı avantajlı bulmaktadır. Ayrıca pazar büyüklüğü ölçek ekonomiklerden faydalanma, yetişmiş kalifiye personel ve krediye erişim olanağı sağlamaktadır (Torrise, 1985: 34).

2008 Küresel Krizinde sermaye hareketlerinde itici ve çekici faktörlerin etkisine bakıldığında, 2005-2007 ve 2007-2008 yıllarında itici faktörlerin, 2009 yılının mart ayından itibaren özellikle Latin Amerika ve Asya ülkeleri için çekici faktörlerin belirleyici olduğu gör÷lmektedir (Fratzscher,2011:3).

Bu kısımda incelenen itici ve çekici faktörler karşılaştırıldığında, itici faktörlerin konjonktürel ve kısa dönemli, çekici faktörlerin ise yapısal ve uzun dönemli olduğu gör÷lmektedir. Bu nedenle itici faktörlerin daha çok PY'ler üzerinde etkili olduğu, çekici faktörlerin ise daha çok DYY'ler üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılabilir.

1.3. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

Yabancı kaynaklara erişimin kolaylaşması amacıyla serbestleştirilen sermaye hareketlerinin, ÷lkelerin ulusal ekonomilerinde önemli etkiler yaptığı kabul edilmektedir. Ekonomik sistemsel ve yapısal açıdan sorunlu GOÜ'ler, ani sermaye giriş ve çıkışlarından GÜ'lere oranla daha fazla etkilendiğı gör÷lmektedir. Çalışmanın bu kısmında, sermaye akımlarının seçilmiş bazı ekonomik değişenler üzerine etkileri ele alınacaktır.

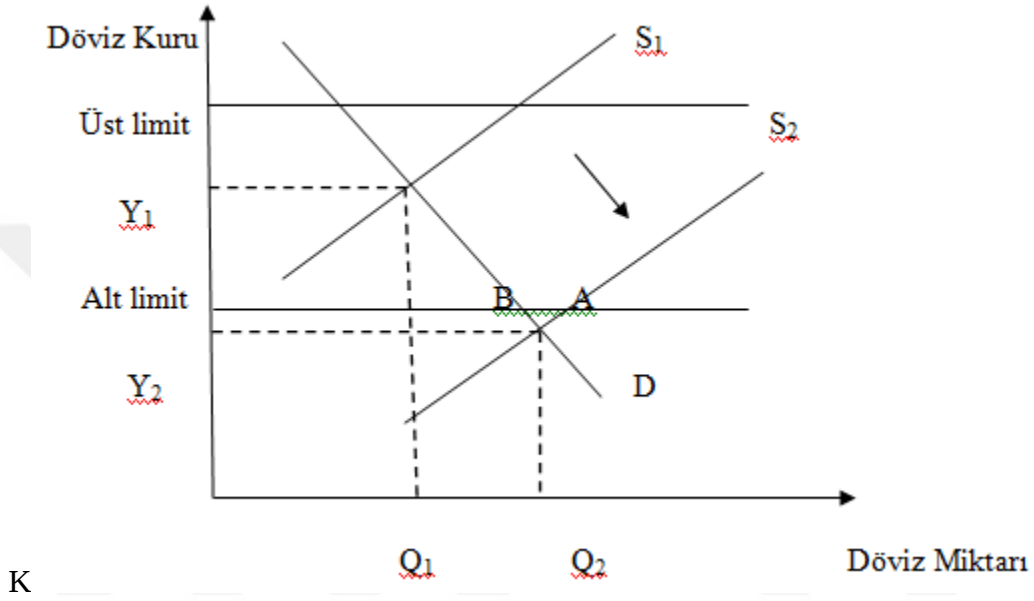
1.3.1. Döviz Kuruna Etkisi

Döviz kurları, sermaye akımlarından etkilenen önemli değişkenlerden biridir. 1970'li yılların sonuna kadar ödemeler bilançosu açıklarının finansmanı ve yerli paranın değerini sabit tutmak gibi belli gereksinimler için rezerv bulunduran ÷lkeler, 1980'lerden sonra, istikrarlı para politikası, dış borç çevrimi, finansal istikrar, ithalatın finansmanı ve olağanüstü gelişmelere karşı korunma gibi çok daha çeşitli

gereksinimler nedeniyle rezerv bulundurma amacı taşımışlardır (Mahlebiciler, 2006: 11)

Sermaye akımlarının döviz kuruna etkisini, sabit döviz kuru ve esnek döviz kuru sistemleri ayırımıyla analiz etmek gerekmektedir.

Şekil 1: Sabit ve Esnek Kur Sisteminde Döviz Kuru



Kaynak: Ünsal, 2011

Şekil’ 1 de döviz piyasasındaki dengenin sabit ve esnek döviz kuru sistemlerindeki gösterimi yer almaktadır. Ülkeye giriş yapan dövizin en yüksek değer sınırı üst limit ve en düşük değeri ise alt limit olarak gösterilmiştir.

Grafik esnek kur sistemine göre yorumlanırsa; X ekseninde döviz kurunun, Y ekseninde döviz miktarının olduğu grafikte, başlangıçta döviz arz eğrisi S_1 ve döviz talep eğrisi D ’nin kesiştiği Y_1 denge döviz kuru düzeyidir. Ancak ülkeye sermaye girişlerindeki artış nedeniyle, döviz talebi sabit kalırken, döviz arz eğrisi sağa kaymıştır. Bu durumda yeni denge döviz kuru seviyesi Y_2 olmuştur. Sonuçta esnek kur sisteminde sermaye girişleri yerli paranın değerlenmesine neden olmaktadır.

Grafik sabit kur sistemine göre yorumlanırsa; serbest kur sisteminde merkez bankasının döviz piyasasına herhangi bir müdahalede bulunmaması sonucunda kurun Y_1 ’den Y_2 ’ye düştüğü görülmektedir. Ancak sabit döviz kuru sisteminde Y_2 seviyesi

kurun alt sınırın altında kaldığı diğer bir deyişle ulusal paranın değer kazanacağı en üst seviyenin üstüne çıktığı görülmektedir. Bu durumda para otoritesi önceden ilan ettiği alt sınırı korumak için döviz piyasasına müdahalede bulunur. Grafikte alt sınır çizgisinin üzerinde bulunan AB kadar arz fazlası olan döviz satın alarak kuru alt sınırdan tutar. Döviz kuru Y_2 düzeyi yerine merkez bankasının alt sınırında oluşmaktadır. Böylece kurun düşmesi diğer bir deyişle yerli paranın değer kazanması engellenir.

Günümüzde çoğu ülke esnek döviz kuru sistemini benimsemektedir. Sermaye girişiyle birlikte ulusal paranın değer kazanması, ülke ekonomisi üzerinde kısa ve uzun vadeli etkiler yaratmaktadır. Kısa vadede sermaye girişiyle birlikte ulusal para yabancı para birimine karşı değer kazanır ve reel kur düşer. Diğer bir deyişle yurtdışı mallar, yurtiçi mallara karşı ucuzlar. Bu durum yurtiçi enflasyonu baskılayan bir etki yapmaktadır. Hem tüketici talebine yönelik ithal malların hem de hammadde ve ara malı fiyatlarının azalması toplam arzı arttırarak enflasyonun düşmesini sağlamaktadır. Uzun vadede aşırı değerli ulusal para ülke ekonomisi için çok ciddi tehdit teşkil etmektedir. Bu, ihracatın azalıp ithalatın artmasıyla net ihracatı azaltarak cari açığa artışa neden olmaktadır. Cari açığındaki artış, ülkenin finansman ihtiyacını arttırmakla birlikte döviz kurlarında artış beklentilerini güçlendirerek kısa vadeli yabancı sermayenin ülkeden çıkmasına ve ekonomik kriz beklentilerinin artmasına neden olmaktadır. Sabit kur sisteminde ise yoğun sermaye girişleri merkez bankasının sürekli döviz satışı yapmak durumunda kalması döviz rezervleri üzerinde baskı oluşturur ve devalüasyonu kaçınılmaz kılar. Ayrıca döviz satışı sonucunda daralan para arzının sterilize edilmesi gereği para politikası bağımsızlığını zedeler.

1.3.2. Ekonomik Büyümeye Etkisi

Sermaye girişlerinin diğer bir etkisi ekonomik büyüme üzerinedir. Ekonomik büyüme, ülkenin mevcut sermaye stokundaki artış olarak tanımlanabilir (Rodrik ve Valesco,1999: 352).Finansal liberalleşmeyle birlikte artış gösteren sermaye hareketleri, özellikle GOÜ'lerde büyümenin finansmanı için temel kaynaklardan biri olarak görülmüştür. Yatırımlarını finanse etmekte zorlanan birçok ülke, büyümenin finansmanındaki önemini görerek, tasarruf açıklarını karşılayabilmek için ülkelerine

sermaye girişini teşvik edecek politikalar uygulayarak, potansiyel büyüme hızlarını yakalamayı amaçlamaktadır.

Sermayenin giriş şekline bağlı olarak, büyümeyi hızlandıran sektörler ve üretim teknolojilerinin büyümeye katkı yapması söz konusudur. Bu doğrultuda sabit sermaye yatırımlarındaki artış temel ekonomik büyüme göstergesidir. Sermaye girişlerinin sektörel dağılımı büyüme üzerine etkisinin daha iyi anlaşılmasına olanak tanımaktadır. Sermaye girişleriyle yüksek büyüme hızı yakalayan ülkelere bakıldığında, yatırımların büyük ölçüde imalat sektörüne yönelik makine, teçhizat ve üretim tesisi şeklinde olduğu görülmektedir. Ayrıca dış ticarete konu olan sektörlerle yönelik yabancı yatırımlar da ülkenin büyüme performansına olumlu katkı sağlamaktadır. Buna karşılık hizmetler özellikle de inşaat sektörüne yönelik sermaye girişlerinin bu sektörlerdeki düşük verimlilik nedeniyle büyümeye etkisinin sınırlı olduğu söylenebilir (Berksoy ve Saltoğlu,1998: 67).

Yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerine etkilerine ilişkin yapılmış çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmaların bulguları ülkelerin özelliklerine bağlı olarak farklılaşabilmektedir. Örneğin Aizenman(2011) tarafından ekonomik büyüme ve uluslararası sermaye akımları arasındaki ilişki finansal açıklık ekseninde tartışılmıştır. Finansal açıklık derecesi yüksek 100 ülke 2008 küresel krizi öncesi (2000-2005) ve sonrası için (2006-2010) analiz edilmiştir. Büyüme ve sermaye akımları arasındaki ilişkinin, sermayenin türüne, ülkenin ekonomik yapısına ve küresel büyüme modellerine bağlı olduğu ileri sürülmüştür. Doğrudan yabancı sermaye giriş ve çıkışlarının büyüme ile ilişkisinin oldukça güçlü olduğu ancak büyüme ve portföy akımları arasındaki ilişkinin daha zayıf ve daha az kararlı olduğu ifade edilmiştir. Büyüme ve kısa vadeli borç arasındaki ilişki ise 2008 küresel krizi öncesinde sıfır, kriz sırasında ise negatif bulunmuştur.

Prasad vd (2007) sanayileşmiş ve sanayileşmemiş ülkeler için 1970-2004 dönemi için panel veri analizi ile elde ettikleri sonuçlar, gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarının gelişmiş olması ve ekonominin giren yabancı sermayeyi emme kapasitesinin yüksek olması nedeniyle yabancı sermaye girişlerinin büyüme üzerine daha önemli bir katkı yaptığı yönündedir. Türkiye'nin de dahil olduğu sanayileşmemiş ülkeler için yabancı sermaye girişlerinin neden olduğu aşırı tüketim ve ulusal paranın

aşırı değerlenmesinin yarattığı rekabet kaybı, yabancı sermaye girişlerinin büyüme üzerinde yarattığı olumlu etkiyi azalttığı tespit edilmiştir.

Sonuç olarak, ülkelerin gelişmişlik düzeyi arttıkça sermaye girişlerini emme kapasitesi artmaktadır. Bu nedenle sermaye hareketlerinden beklenen olumlu etkinin ortaya çıkması için GOÜ'lerin finansal serbestleşme öncesinde belirli bir makroekonomik ve finansal gelişme seviyesine erişmeleri gerekmektedir.

1.3.3. Para Arzına Etkisi

Sermaye girişlerindeki artış, döviz talebi sabitken döviz arzı fazlasına neden olmakta vekurların düşmesi yönünde baskı yapmaktadır. Hedeflenen döviz kurunun korunması için arz fazlası olan döviz, merkez bankası tarafından satın alınarak, ulusal paraya çevrilmektedir. Bu yapılan döviz alım işlemiyle, merkez bankası döviz rezervlerinde ve bilançosundaki net dış varlıklarında artış meydana gelmektedir. Bu durum parasal taban ve dolayısıyla para arzında artışa neden olmaktadır (Dülger, 2002: 26).

Ancak merkez bankası tarafından uygulanan sterilizasyon işlemi, sermaye girişlerinin para arzı üzerindeki söz konusu genişlemeci etkisini engellemesi mümkündür. Sterilizasyon işlemi parasal taban üzerindeki döviz girişinden kaynaklı etkinin giderilmesi işlemidir. Aksi durumda sermaye girişleri enflasyonist etkilere neden olabilmektedir. Bunun için ters Açık Piyasa İşlemleri (APİ) gerçekleştirilmektedir. APİ ile borçlanma senetleri ihraç edilip piyasadan para çekileceğinden, merkez bankasının iç varlıklarında azalma ve dolayısıyla parasal tabanda daralma meydana gelecektir. Böylelikle sermaye girişleri öncesindeki seviyeye gelinmiş olacaktır.

Ancak aşırı miktarda sermaye akımlarının etkilerinin borçlanma senedi ihracı ile sterilize edilmesi ya da ülkeye giren dövizin merkez bankası tarafından satın alınması, tahvil talebi sabitken, tahvilin fiyatını düşürmekte ve faiz oranları üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmaktadır. Borçlanma faiz oranlarının yükselmesi, bütçede faiz giderlerini artırarak mali disiplini tehlikeye atmakta ve borcun parasallaşmasına neden olabilmektedir. Bu durum enflasyonist bir ortama neden olabilmektedir.

Sermaye girişlerinin para arzı üzerindeki diğer bir etkisi ise, sermayenin direkt olarak bankacılık sektörüne girmesi yoluyla gerçekleşmektedir. Bankaların bu kaynağı birincil rezerv olarak bulundurmaları ve bu rezervler ile kredi kullandırtmalarıyla para arzı seviyesinin rezervlerden daha yüksek bir seviyeye çıkmasına neden olmaktadır. Bu durum ticari bankalara, merkez bankasının reeskont kredisi dışında kredi kullandırma imkanı tanımaktadır. Bu durum ulusal paranın değerlenmesi nedeniyle ithalata dayalı büyümeyi başlattığı için cari açığın artmasına neden olmaktadır (Uygur, 2001: 60).

1.4. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ

Uluslararası sermaye hareketlerinin tarihsel gelişim sürecini 1870 (Sanayi Devrimi)- 1970 dönemi ve 1970 sonrası dönem olmak üzere iki dönemde incelemek mümkündür.

1.4.1. 1870-1970 Arası Dönem

Ondokuzuncu yüzyılda hızlı bir sanayileşmeyle yüksek sermaye birikimi sağlayan Batı Avrupa ülkeleri, bu sermaye fazlasıyla başka ülkelerde en çok getiriye sağlamaya yönelik yatırımlara yönelmişlerdir. Özellikle kendi sanayilerinin ihtiyacını karşılamak için ucuz hammadde ve işgücünün olduğu az gelişmiş ülkeler hedef ülkeler olmuştur. 18. yy'da İngiltere'nin kolonileşme ve sömürgecilik politikaları uluslararası sermaye yatırımlarının miladı olarak kabul edilmektedir (Saraçoğlu, 1997: 32).

Bu dönemde yapılan diğer bir yabancı yatırım ise, az gelişmiş çevre ülkelerin devlet tahvillerini satın alınması şeklinde gerçekleşmiştir. Buna örnek olarak Kırım Savaşı'nın finansmanı için Osmanlı Devleti tarafından yüzde 8 faiz getirisiyle ihraç ettiği tahviller örnek olarak gösterilebilir. 19.yüzyıldan Birinci Dünya Savaşına arası dönemde genel yatırım şekli daha çok doğrudan yatırım şeklinde gerçekleşmiştir.

Birinci Dünya Savaşı sonrası döneme bakıldığında, ABD'nin uluslararası yatırımlarda ön plana çıktığı görülmektedir. Bu dönemde ABD, savaş sonrası toparlanma sürecinde olan Batı Avrupa ülkelerine yatırımlar gerçekleştirerek ihracat

ve ithalatta lider ülke haline gelmiştir. Bunu, teknolojik atılımlarla destekleyerek milli gelirinde büyük çapta artış sağlamıştır. Ancak, 1929 öncesinde ABD varlık piyasalarındaki yükseliş, Batı Avrupa'daki yatırımlara kıyasla daha çekici hale gelmiş ve Avrupa'ya sermaye akımlarında azalma ve geri dönüş gerçekleşmiştir. Anavatana dönen sermaye, borsalarda balonların oluşmasına neden olmuş ve Büyük Buhran olarak adlandırılan süreci tetiklemiştir. Bu yaşanan olumsuz gelişmeler neticesinde ABD resesyona girmiştir. Tüm dünyada üretimde azalma ve deflasyonist süreç görülmüştür (Sönmez, 1998: 33-35).

Tablo 3: Büyük Buhran Öncesi ve Sonrasında Uluslararası Yatırımlar (Milyon Dolar)

Net Sermaye İhracı	1921-1929	1930-1938
A.B.D	5.990	4.964
İngiltere	3.425	893
Fransa	3.037	94
Diğer Ülkeler	1.044	402
Toplam	13.496	6.353

Kaynak:Eichengreen, 2004.

Tabloda görüldüğü üzere, Büyük Buhran öncesi dönemde dünyada toplam net sermaye ihracı 13 milyar 496 milyon dolarken, Büyük Buhran sonrası 6 milyar 353 milyon dolar seviyesine gerilemiştir.

İkinci Dünya Savaşı'na kadar daha çok portföy şeklinde gerçekleşen uluslararası yatırımlar, savaş sonrasında Avrupa'nın yeniden inşası ve bayındırlık yatırımlarına ihtiyaç duyulması nedeniyle doğrudan yatırım ağırlıklı şekilde gerçekleşmiştir. Bu durumun bir başka nedeniyse savaş sonrası ÇUŞ'ların dünya ekonomisindeki faaliyetlerinin artmış olmasıdır. Özellikle Avrupa Ekonomik Topluluğu'nun (AET) kurulması, ABD merkezli ÇUŞ'ların Avrupa'ya yönelik doğrudan yatırımlarında bir artışa neden olmuştur. Ancak ulaşım ve haberleşme alanlarındaki gelişmeler, 1970'li yıllardan sonra doğrudan yatırımlarda büyük bir sıçramaya neden olmuştur. Savaş sonrası oluşan şartlar ekonomik ve siyasi anlamda ABD'yi Batı'nın lideri konumuna taşımıştır. Bu dönemde Avrupa'ya ABD tarafından sağlanan krediler ve transferler gerçekleşmiştir. ABD'nin desteği ile kurulan AET uluslararası sermaye hareketlerini hızlandıran diğer bir faktör olmuştur. Bu dönemde

uluslararası yatırımlar büyük ölçüde dünya savaşının yarattığı tahribatı gidermek amacıyla hükümetler arası resmi sermaye yatırımları şeklinde gerçekleşmiştir. Bu yatırımların en önemlilerinden biri 1948 yılında hayata geçirilen Marshall Yardımları'dır. Bu yardımlar arasında hibeler, uzun vadeli ve düşük faizli krediler, ihracat amaçlı makine ve teçhizat gibi yatırımlardan oluşmaktadır.

1.4.2. 1970 ve Sonrası Dönem

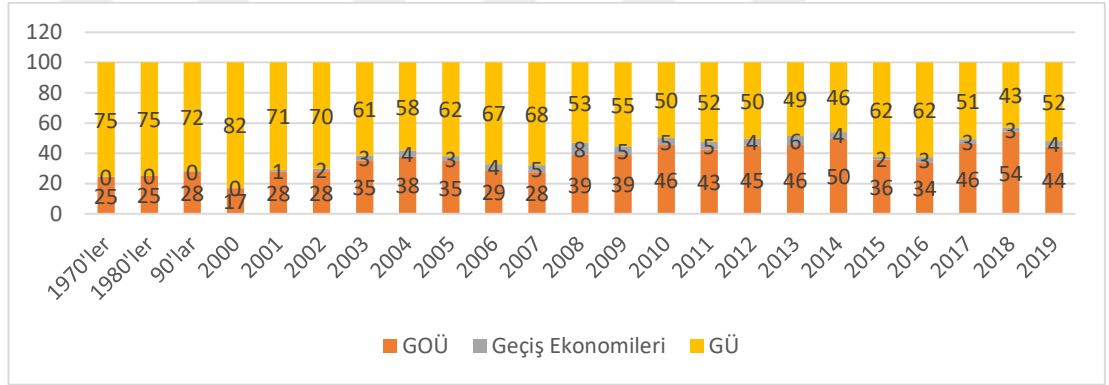
1970'li yıllarda petrol şokunun olumsuz etkileri ile İkinci Dünya Savaşı sonrasında uygulanan keynesyen politikaların yarattığı büyümenin altın çağı olarak adlandırılan refah döneminin sonuna gelinmiştir. Gerek gelişmiş ülkelerde kar oranlarının düşmesi gerekse GOÜ'lerin dış borç sorunlarını aşamamaları yeni bir ekonomik yapılanmayı gerekli kılmıştır. Neoliberal yapılanma sürecinde iç finansal serbestleşmenin yanı sıra uluslararası sermaye hareketlerinin üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmıştır. Bilişim teknolojisinin ve yeni finansal tekniklerin gelişimi ile küresel boyutta uluslararası sermaye akımları oldukça büyük boyutlara ulaşmıştır. (Kazgan,2000: 173).

Bu gelişmeler sonrasında 1970'li yıllarda uluslararası finans piyasalarında sermaye akımının türü ağırlıklı olarak ticari banka kredileri iken 1990'lı yıllarda yerini portföy yatırımlarına bırakmıştır. Faiz oranı ve döviz kuruna ilişkin beklentinin uyardığı portföy yatırımlarının özelliği, ülkeler arasında çok hızlı hareket edebilmesi, dolayısıyla volatilitésinin yüksek olmasıdır. Bu tür sermaye girişleri özellikle GOÜ'lerde döviz kurunun düşük kalması, ucuz ithalat, borsa indeksinin artması, artan tüketim, ithalata bağlı yüksek büyüme gibi geçici bir refah artışı sağlarken, söz konusu yatırımın ülkeyi terketmeye başlaması ile birlikte ekonomi hızlı bir çöküş sürecine girmektedir. 1990'lı yıllarda Türkiye, Meksika, Latin Amerika, Rusya, ve Güney Doğu Asya ülkelerinde yaşanan krizlerin ortak paydası yoğun spekülâtif sermaye girişi ve çıkışlarının yarattığı döviz kuru ataklarıdır. 1990'lı yıllarda yaşanan krizler yabancı sermaye yatırımları ile ülkelerin ekonomik büyüme ve kalkınma hedefleriyle olan ilişkisini sorgulanır hale getirmiştir (Kandemir, 2006: 88).

Grafikte 1, bize 1970'li yıllardan itibaren yabancı sermaye akımlarının hangi ülke gruplarını daha çok tercih ettiğini göstermektedir. 1970-2000 yılları arasında

DYY'ların tartışmasız tercihi GÜ'ler olmuştur. 2000'li yıllara yıllarda GOÜ'lerin payı artmaya başlamış olmakla beraber 2014 yılına kadar ağırlıklı olarak DYY'lerin tercihi GÜ'ler olmuştur. Özellikle 2008 Küresel Krizi sonrasında GOÜ'lerin payındaki artış hızlanmıştır. Yaklaşık elli yıllık süreç değerlendirildiğinde sadece 2014 ve 2018 yıllarında genel eğilimin aksine GOÜ'lerin payı GÜ'lerin payının üstüne çıkmıştır. Bu değerlendirme yapılırken Çin Halk Cumhuriyeti'nin GOÜ kategorisinde olduğu ve 2018 yılı itibariyle dünya DYY'leri içindeki payının yüzde 10,72 olduğu unutulmamalıdır. Özellikle Çin Halk Cumhuriyeti'nde 1990-1994 arası ve 2000-2003 arasında DYY önemli miktarda artış göstermiş ancak takip eden yıllarda düşmüştür. 2007 yılı sonrasında ise yine artış trendine girmiştir.

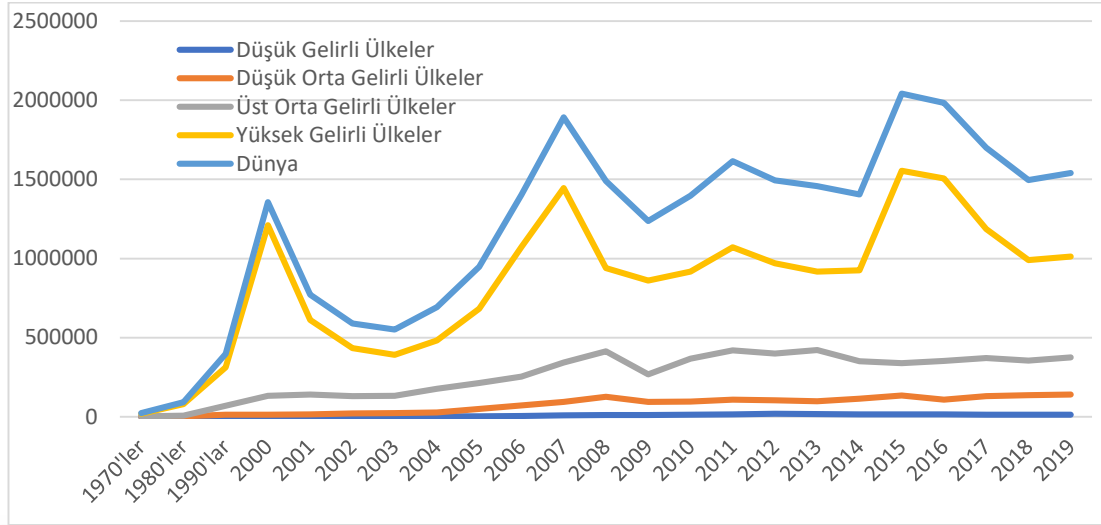
Şekil 2: DYY'lerin GÜ ve GOÜ'lere Göre Dağılımı (%)



Kaynak: UNCTAD verilerinden yararlanılarak tarafımızdan hesaplanmıştır.

Şekil 2, 1970-2019 yılları arasında DYY'lerin yüksek gelirli ülkeleri daha çok tercih ettiğini göstermektedir. Ülkenin gelir düzeyi düştükçe çektiği DYY'lerde miktar olarak düşmektedir. DYY'lerin ülke seçimlerinde dikkate aldıkları unsurlar sadece makroekonomik politika çerçevesi değildir aynı zamanda politik istikrar, finansal sistemin sağlığı, iş gücünün eğitimsel kazanımı, fiziksel altyapının kalitesi, devlet hizmetlerinin verimliliği ve yolsuzluk derecesi de dikkate alınır. Gelir düzeyi ile ülkelerin emme kapasitelerinin doğru orantılı olması DYY'lerin tercihlerini etkilemektedir.

Şekil 3: Farklı Gelir Grupları ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar (1970-2019, Milyar Dolar)



Kaynak: UNCTAD verilerinden yararlanılarak tarafımızdan hazırlanmıştır.

1.5. TÜRKİYE'DE ULUSLARARASI SERMAYENİN YAKIN DÖNEMDEKİ GELİŞİMİ

1.5.1. 1980-1989 Arası Dönem

Türkiye'de 1980 öncesi dönemde tasarruf yetersizliği dış borç yoluyla karşılanmış ve yabancı sermayeye yeterince ilgi gösterilmemiştir. Borçların çevrilemez boyutlara ulaşması nedeniyle yatırımlara gerekli kaynak aktarımı sağlanamamış, dış borç faiz ödemeleri de ekonomi üzerindeki baskıyı arttırmıştır.

Bu durumun sürdürülemezliği, Türkiye ekonomisinde paradigma değişikliğini kaçınılmaz hale getirmiştir. 24 Ocak 1980 Kararları Türkiye'de ekonomik, siyasal ve toplumsal açıdan dönüm noktası olmuştur.

24 Ocak 1980 ekonomik programıyla, ithal ikameci sanayi stratejisinin terk edilmiş, ihracata dayalı ekonomik büyüme hedefi benimsenmiştir. Dış ticarette serbestleşme adımları, ihracat potansiyeline ulaşmada dış alemdeki avantajlardan yararlanılması için finansal serbestleşmeyi de beraberinde getirmiştir. Dolayısıyla da bu programın diğer bir ayağı yabancı sermayeye yönelik engellerin kaldırılması ve özendirilmesine yöneliktir.

Program kısa ve uzun vade hedefler doğrultusunda oluşturulmuştur. Kısa vadeli hedefler arasında enflasyonla mücadele, ödemeler bilançosu dengesizliklerinin

giderilmesi, sanayide kapasite kullanım oranının artması ve büyüme hızının artması; uzun vadeli hedefler ise kapalı ekonomik yapıdan dünya ile entegre bir ekonomik yapı amaçlanmıştır.

Programda bu hedeflere ulaşılması için bazı adımlar atılmıştır(Kepenek ve Yentürk, 2005: 205-206):

- Kamunun ekonomideki ağırlığının daraltılması, piyasaya müdahalelerin azaltılması amacıyla madenler ve sigara üzerindeki tekellerin kaldırılması, bütçe açıklarının başlıca nedeni gösterilen Kamu İktisadi Kuruluşları (KİT)'nin özelleştirilmesi, KİT'lere ürettiği mallarda özerk fiyat uygulamasının verilmesi, tarım kesiminde destekleme alımlarının azaltılması ve düşük taban fiyat uygulaması olarak sıralanabilir.

- Faizlerin piyasa koşullarınca belirlenmesi ve reel faiz uygulaması: faizlerin piyasa arz talep koşullarınca belirlenmesine yönelik düzenlemeler getirilmiştir. 1 Temmuz 1980'de ulusal tasarrufların yetersiz kalmasına neden olan negatif faiz uygulamasından vazgeçilerek pozitif reel faiz uygulamasına geçilmiştir. Ancak izleyen iki yılda yaşanan banka krizleri nedeniyle 1983 yılında yürürlüğe girmiştir.

- Dış ticaret politikasındaki değişiklikler: resmi döviz kurunun piyasada belirlenen kurun birbirine yaklaşması sağlanarak diğer bir ifadeyle ulusal paranın gerçek değerine yaklaşmasıyla ihracatta sıçrama sağlanması amaçlanmıştır.

- Yabancı yatırımcının gerçekleştireceği DYY'lere teşviklerle vergi muafiyeti olan serbest bölgelerin kurulması, yabancı bankaların ülkede faaliyetine imkan tanınması, turizme yabancı sermayenin çekilmesi için yabancı sermaye kararnamesi çıkarılmıştır.

- Reel ücretler baskılanmış ve sendikal haklar askıya alınmıştır. Böylelikle kapasite kullanım oranı arttırılmış olup emek maliyeti azaltılarak ihracatçı sektörler rekabet gücü kazandırılmıştır.

Bu dönemde ülkeye giriş yapan sermayenin sektörel dağılımı incelendiğinde inşaat ve hizmet sektörü ağırlıklı girişler gözlemlenmiştir. Bu durum Türkiye'de sürdürülebilir büyüme hedeflerini olumsuz etkilemiştir. 1980'lerin ikinci yarısından itibaren döviz açığının giderek artması, tüm kesimlerce devalüasyon beklentilerinin

artmasına neden olmuştur. Bu endişeyi gidermek amacıyla 4 Şubat 1989 tarihli 32 sayılı kararla kambiyo serbestleşmesine gidilmiştir. Bu kararla liranın dövizle tam ikamesi sağlanarak, liraya işlem çeşitliliği imkanı sağlanmıştır.

1.5.2. 1989-2000 Arası Dönem

24 Ocak ile girişilen ekonomi reformlarının 1980'lerin sonuna doğru ivme kaybettiği görülmektedir. Reel sektördeki serbestleşmeye yabancı sermayenin giderek daha duyarlı hale gelmesi, 1988'den itibaren reform sürecinin reel sektörden daha çok finans sektörüne kaymasına neden olmuştur. Bu politik eksen kaymasının en önemlisi 1989 tarihli 32 sayılı karardır. Böylece küreselleşme sürecinde önemli bir kırılma gerçekleşmiş ve dışa açıklık kademesi yükseltilmiştir (Yeldan,2005:39).

32 Sayılı Karar'ın içeriğinde başlıca; vatandaşların sınırlama olmaksızın döviz bulundurma, alıp satma, yabancılara borsada işlem yapma ve ülkeye döviz sokma serbestisi, vatandaşların yurtdışı borsalarda işlem yapma serbestisi, merkez bankasının yabancı para cinsinden menkul kıymetlerle işlem yapması ve yurtdışı döviz kredisi serbestisi bulunmaktadır.

1989'da sermaye akımları serbestisi ile sermaye üzerindeki kontrol kalkmış ve böylelikle döviz kuru ile faiz birbiriyle yüksek ilişkili hale gelmiştir. Bu durumda merkez bankasının bu araçları birbirinden bağımsız şekilde kullanma olanağı sonlanmıştır. Dövizle yönelik spekülasyon atakları ve para ikamesinin önüne geçebilmek için reel faiz oranları yüksek tutulmuştur. Bankalar reel sektöre kaynak sağlamak yerine arbitraj kazancı elde etmeyi öncelemişlerdir. Kısa vadeli bu kaynakların ülkeye girmesini sağlayan bu durum, bütçe açıklarının yabancı tasarruflarla karşılanmasına, ithalat ve tüketim patlamasına neden olmuştur (Yeldan,2004:134).

Kararın uygulamaya girmesi sonrasında 1990'lı yıllarda DYY ve PY girişlerinde büyük artışlar olmuştur. Özellikle PY ve diğer kısa vadeli girişlerdeki artış, DYY girişlerinden çok daha yüksek seyretmiştir. Bunun nedenlerinden biri DYY'lerdeki bazı bürokratik izinlerin olması, aksine PY'lerde herhangi bir engelleyici faktörün bulunmamasıdır.

1990'lardaki finansal özgürlük ortamının temel özellikler şöyle özetlenebilir. Türkiye, aşırı değerli TL politikası ile, sıcak paranın girişinin sürekliliği için faizleri yükseltmiştir. Bu derece yüksek faiz uygulaması, PY'lerin girişini teşvik etmiş, döviz cinsi borçlanamayan firmalar üzerinde dışlama etkisi yaratmıştır. Bu durum Türkiye'nin döviz ve faize karşı kırılganlığını arttırmıştır. 1994 yılında yaşanan krize ve neticesinde IMF ile anlaşma yapılmasına neden olmuştur. Anlaşma; özelleştirmelere hız verilmesi, kamuda verimli istihdam, mahalli idarelerle ilgili mali revizyonlar ve sosyal güvenlik düzenlemelerini kapsamaktadır (Oktayer, 2009: 5).

Tablo 4 incelendiğinde, 1980-89 döneminde toplam DYY girişleri 1 milyar 683 milyon ve PY girişleri 3 milyar 82 milyon dolar olarak gerçekleştiği görülmektedir. Kambiyo kısıtlamaları sonrası 1990-99 dönemindeyse toplam DYY girişleri 7 milyar 717 milyon dolar ve PY girişlerinin 14 milyar 259 milyon dolar olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu iki dönem toplamlarında bir diğer dikkat çeken noktaysa DYY ve PY yükümlülük giriş hadlerindeki artıştır. Dönemsel toplamaları oranlandığında DYY girişleri bir önceki on yıllık toplama göre 1990-99 arasında 4,58 kat artarken, PY yükümlülükler bir önceki on yıllık toplama göre 4,62 kat artmıştır. 1990-99 döneminde PY çıkışları dikkat çekicidir. Bunda hiç kuşkusuz Türkiye'nin de içinde bulunduğu 1990'lı yıllarda GOÜ'lerde yaşanan finansal krizlerin payı büyüktür.

Diğer yatırım dengesine bakıldığında, 1980-89 döneminde toplam 3 milyar 43 milyon dolar iken 1990-99 döneminde toplam 17 milyar 593 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu ciddi artışın başlıca nedenleri arasında merkez bankası ve hükümetin döviz endeksli tahvil ihracı, yabancı tahvillerin alım satımı, bankaların temin ettiği krediler ve İMF ile yapılan anlaşmalar sonucu sağlanan kredilerdeki artış olarak sıralanabilir.

Tablo 4: Sermaye-Finans Hesabı Dönemsel Toplam (1980-2009,milyar dolar)

DÖNEMLER	1980-89	1990-99	2000-09	1980-99
SERMAYE VE FİNANS HESABI	7.709	30.940	200.399	38.646
Yurtdışında Doğrudan Yatırım	-9	1.625	-10.966	-1.634
Yurtiçinde Doğrudan Yatırım	1.683	7.717	90.602	90.400
DOĞRUDAN YATIRIM DENGESİ	1.674	6.092	79.636	7.766
Portföy Hesabı-Varlıklar	-90	-6.666	-17.184	-6.756
Portföy Hesabı-Yükümlülükler	3.082	14.259	40.673	17.341
PORTFÖY YATIRIM DENGESİ	2.992	7.593	23.489	10.585
DİĞER YATIRIM DENGESİ	3.043	17.255	97.239	20.298

Kaynak: TCMB, EVDS <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>

1.5.3. 2000 Sonrası Dönem

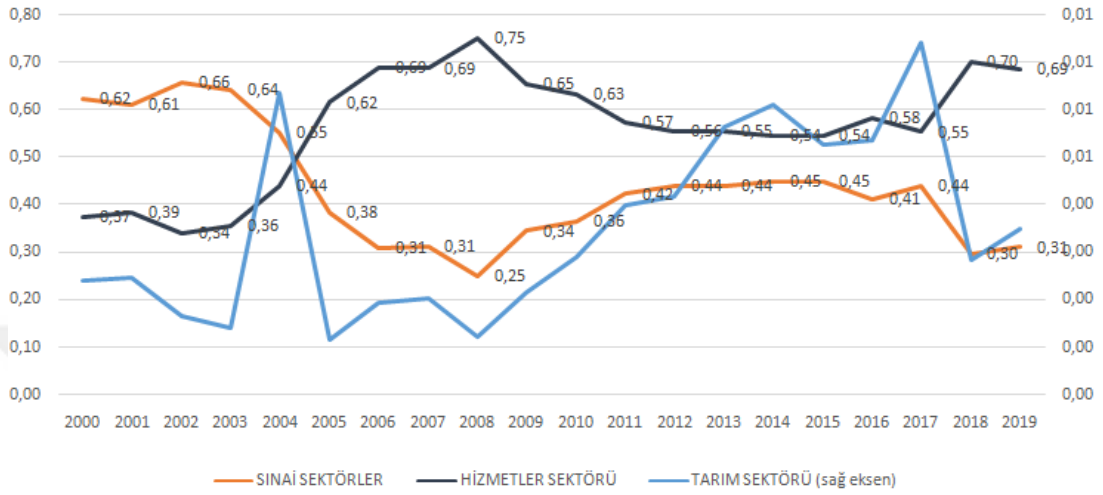
1999 Krizi sonrası yürürlüğe giren istikrar programıyla borçlanma ve kredi kaynaklı yabancı sermaye girişlerinde artış olmuştur. Petrol fiyatlarındaki artış, tüketim malları ithalatı artışı nedeniyle programda 3 milyar dolar cari açık hedefi tutturulamamış ve 10 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu duruma, bankacılık sektöründeki sorunlar eklenince yabancı yatırımcıda olumsuz bekleyişler yaratmış ve sermaye girişleri durma noktasına gelmiştir.

2002 yılına kadar uygulanan enflasyon programında dış kaynak ihtiyacının karşılayacağı temel üç kaynak hedeflenmiştir. Bunlar, kalıcı sermaye girişi, turizm gelirleri ve ihracat yoluyla döviz girişleridir. Ancak program ülkeye DYY çekme konusunda beklenen başarıyı gösterememiştir (Alkin,2005:16).Bu durumu aşmak için 1954 yılından o güne kadar yürürlükte olan Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu yerine 2003 yılında 4875 sayılı DYY Kanunu çıkarılmıştır. Kanunla birlikte DYY'ler önündeki yasal prosedürler kolaylaştırılmış ve sağlanan teşviklerle girişi amaçlanmıştır. Yabancı yatırımcılarla yerliler arasında tarafsız bir yaklaşım benimsenmiştir. Bu kanun başarı sağlamış ve ülkede kurulan yabancı şirket sayısında büyük bir artış olmuştur.2004 yılından itibaren özelleştirmelerin hız kazanması ve şirket birleşimleri ile satın alımlardaki artış DYY'leri yüksek seviyelere taşımıştır. Ayrıca yabancılara konut satışları da bu artışa katkıda bulunmuştur.

Özelleştirme uygulamaları sonucu, 2000 yılından sonra özelleştirme gelirlerindeki artış ivme kazanmaya başlamıştır.1980-1999 arası toplam DYY girişi 9

milyar 400 milyon dolar iken, 2000-09 döneminde toplam giriş 90 milyar 602 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Şekil 4: Türkiye’de DYY’lerin Sektörel Dağılımı(Yüzde Pay)



Kaynak: TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/dashboard/4944>

Şekil 4’de DYY’lerin sektörel dağılımına bakıldığında 2000-2019 yılları arasında gerçekleşen DYY’lerde en yüksek paya sahip olan hizmetler sektöründe 2002 yılı sonrası büyük ölçekte artış olduğu ve 2008 yılı sonrası yatay seyir izlediği görülmektedir. Buna karşın sınai sektöründe 2002-2008 yılları arasında ciddi azalmalar gerçekleştiği ve bu tarihten sonra yatay bir seyir izlediği görülmektedir. Tarım sektöründe ise 2008 sonrası artış görülmesine rağmen son yıllarda ciddi bir azalma söz konusudur.

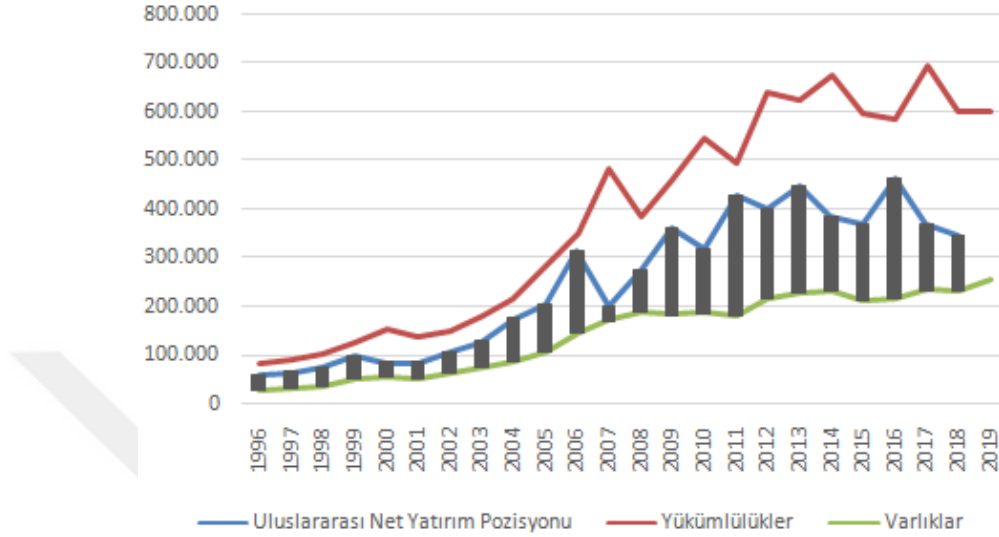
Bu dönemde Petkim, Tekel, Erdemir ve Türk Telekom özelleştirmeleri büyük ölçekli DYY girişleri sağlamıştır.

2005’te DYY girişleri 10 milyar, 2006’da 20.2 milyar dolar, 2007’deyse 22.2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu yükselişte Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı kapsamında düşük tek haneli enflasyon oranları, ekonomik büyüme oranında artış ve bütçe açıklarının azaltılmasının payı büyük olmuştur (Yeldan,2005:54).

Grafik 3’te Türkiye’de 1996-2019 yılları arasında Net Uluslararası Yatırımlar (NUY) gösterilmektedir. Yıllar incelendiğinde, varlıklar ile yükümlülükler arasında 2000’li yıllara kadar istikrarlı bir görünüm söz konusudur. 2000’li yıllarda yükümlülük

artışının ivme kazanması ile birlikte uluslararası net yatırım pozisyonu hızla artmaya başlamış olmanın yanı sıra yıllar itibariyle istikrarsız bir seyir izlemeye başlamıştır.

Şekil 5: Türkiye’de Uluslararası Net Yatırım Pozisyonu (1996-2019, milyar dolar)



Kaynak: TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>

Özellikle 2008 Küresel Krizi sonrasında yükümlülük artış hızının, varlık artış hızından çok daha yüksek seyrettiği görülmektedir. Varlıklar devamlı artış trendinde iken yükümlülüklerin istikrarsızlığı dikkat çekicidir. Bu yıldan sonra yükümlülüklerle varlıklar arasındaki makas giderek açılmıştır. Diğer bir deyişle NUY’nin istikrarsızlığının kaynağı yükümlülüklerdir.

PY hareketleri açısından bakıldığında 1994,2000-01 ve 2008 dönemlerinde önemli ölçüde çıkışlar görülmüştür. PY’ler kriz öncesi dönemlerde yükseliş trendi sergilerken kriz zamanlarında ters yönde hareket ederek ekonomide olumsuz konjonktürü daha da derinleştirmiştir. Bu durum, Türkiye’de kriz sonrası dönemlerde makroekonomik politikaların uygulanması zorunluluğunu getirmiştir. Ancak PY’lerin kısa vadeli ve ani giriş çıkışlar sergilemesi uzun dönemde uygulanan politikaların başarısını sınırlandırmıştır. Buna rağmen yapısal dönüşümler sayesinde PY girişleri kriz öncesi dönemlere tekrar yaklaşmıştır (Terzi,2003: 601).

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRAR, İSTİKRARSIZLIK VE KRİZLER

2.1. FİNANSAL İSTİKRAR KAVRAMI

Finansal istikrar, günümüz ekonomi yazınında tartışmalı konuların başında gelmektedir. 1990'lı yılların sonunda ortaya atılan ve 2007 Küresel Krizi sonrası iktisat yazınında önemi daha da artan finansal istikrar kavramının üzerinde mutabakata varılmış bir tanımı bulunmamaktadır. Kavramın çok boyutluluğu tanımında bazı zorluklara neden olmaktadır. Bu zorluklar şöyle sıralanabilir (Schinasi, 2004:12-13):

Finansal istikrarı etkileyen faktörler, tek bir gözlemsel ya da sayısal göstergeyle açıklanamamaktadır. Finansal istikrarın birden çok yönlü ve fiyat istikrarının aksine temel somut göstergelerle açıklanamaz olması ölçüm zorluğunun en önemli özelliğidir. Bu özelliğin kaynağı, aynı anda finans kuruluşlarının bilançolarındaki sağlamlık, ödeme akımlarının aksamadan işleyişi ve reel ekonomideki gelişmeler gibi birden çok ayağa sahip olmasıdır.

- Finansal gelişmeler, önceden tahmini zor olaylardır. Yalnızca geçmişte yaşanmış istikrarsızlıklar doğrultusunda bugün ve yarın ortaya çıkabilecek istikrar bozucu gelişmeleri belirlemek oldukça güçtür. Bu noktada risklerin ve denge saptırıcı kırılganlıkların gelişim düzeyini belirlemek ve politika araçlarıyla doğru zamanlamayla müdahalede bulunmak, yaşanabilecek gecikmeleri ortadan kaldırmak adına önem arz etmektedir. Bunun sağlanması ileriye dönük bakışla mümkündür.

- Finansal gelişmeler tam olarak olmasa da kısmen kontrolü mümkün olaylardır. Söz konusu kısmi kontrolü sağlayan politika araçları; mudilerin alacaklarını korumak, enflasyonla mücadele, işlemlerin sade ve kolay yürümesini sağlamak olarak sıralanabilir. Bazen finansal istikrar ile politika araçları, dışsal şoklardan dolayı öncelikli amaçlar hususunda çelişebilmektedir.

- Finansal istikrarı sağlama amaçlı politikalar, genelde sağlamlık ile etkinlik arasında fırsat maliyeti ilişkisine neden olmaktadır. Örnek olarak, ihtiyati politika uygulamalarında bankaların karşılıklarında artış ödeme gücü kazandırarak sisteme sağlamlık kazandırmaktadır. Ancak bu durum riskli bankalar açısından olumlu bir

uygulama iken bilanço risk düzeyi düşük bankalar için yeni yatırım imkanlarından mahrum kalmasına ve zarar etmesi anlamına gelmektedir.

- Finansal istikrarı koruma için kamu kesimi politikaları etkinsiz olabilir. Kamunun son kredi verme otoritesi oluşu ve mevduatlara garanti sağlaması kısa dönemde etkin iken, uzun vadede ahlaki tehlike ve ters seçim sorunlarını beraberinde getirerek uzun vadede istikrar bozucu bir sonuç doğurabilmektedir.

Yukarıdaki güçlüklerle rağmen finansal istikrara ilişkin kabul gören başlıca tanımlamalar şu şekilde verilebilir:

Finansal istikrar, finansal piyasalardaki fonların, reel sektöre tahsisinde etkin, varlık değer belirme ve fiyatlamaların sağlıklı yapıldığı ve oluşabilecek riskleri yönetme becerisini ifade etmektedir. Böylece, tasarrufların yatırımlara dönüşme sürecindeki mekanizmaların ve kanalların etkin ve denetimli bir şekilde işlemlerini sağlamaktadır. Finansal istikrar, finansal sistemin içinde bulunan piyasaların, kurumların ve ödeme sistemlerinin dışsal şoklara karşı koyabilme becerisidir (Woodford,2012:12).

Kavramın tanım çerçevesini oluşturma konusunda üç kriter vurgulanmaktadır. İlk olarak; kavram, sistemin tamamını kapsayacak şekilde tanımlanmalıdır. İkincisi, finansal istikrar yalnızca finans sistemi ile sınırlandırılmayıp reel ekonomideki gelişmeleri de göz önüne almalıdır. Üçüncüsü, nitel ve nicel parametrelerle daha gözlenebilir olmasından dolayı finansal istikrarın tam tersi olan finansal istikrarsızlık ölçütlerinden yararlanılmalıdır. Finansal istikrarın kesin bir tanımı olmasa da konusu, kurumların sağlamlığı ve ekonomik birimleri zarara uğratmaması çerçevesindedir.

Padoa-Schioppa (2002) ise kavramı tasarrufların yatırımlara dönüşebilme yeteneği ve ekonomide ödeme akımlarının işleyişini sekteye uğratacak şoklara karşı dayanıklılık olarak tanımlamaktadır.

Rosengren (2011) ise finansal istikrar kavramını, ekonomik büyüme için gerekli kaynak ihtiyaçlarını yönetebilme becerisi ve finansal istikrarsızlığın piyasa sistemi içerisinde ödeme akımları veya kredi kaynaklarının sekteye uğraması olarak tanımlamaktadır.

Schinasi (2004) finansal istikrar terimini iktisadi kaynakların verimli kullanımı ve sağlıklı dağılımını tesis eden, refah arttırıcı ve ekonomik büyümeye yardımcı olan

ve süreç içerisinde iktisadi belirsizlikleri önceden görüp bertaraf edebilen sistemselsel sağlamlık olarak görmektedir.

Karacan (1996)'a göre, geniş ölçekte finansal istikrar finansal sisteme olan güvenilirliğin muhafaza edilmesidir. İstikrar bozucu tehditler çeşitli şoklardan olabilir. Bu şokların etkileri domino etkisi yaratabilir, likidite temini ve sözleşmelerdeki işleyişi sektöre uğratabilir. Finansal istikrarsızlığın belirtileri volatilité ve ani fiyat değişimleri şeklinde görülebilir ve bu durum domino etkisi yaratarak krizleri tetikleyebilir.

Finansal istikrar, ekonomideki üretken kaynakların kullanımını beraberinde getirmektedir. İç ve dış olumsuz gelişmelere karşı işlevlerini eksiksiz yerine getirebilmesi olarak tanımlanabilir

Finansal istikrarın varlığından söz edebilmek için aşağıdaki unsurlar gereklidir:

- Ulusal gelir artışını katkıda bulunma
- Firma risklerini asgari seviyede tutabilme
- Yabancı yatırımlara ve tüketiciye güven verme
- Sistemdeki nakit ve kredi döngüsünün işleyişini eksiksiz yerine getirme

Bu unsurları içinde barındıran sistemde finansal istikrardan söz edilebilir.

Borio ve Drehmann (2009), finansal istikrarsızlık üzerinden finansal istikrarı ortaya koymuşlardır. Ekonomide gerçek gelir kaybına ve potansiyel olarak ciddi bir bozulmaya yol açan finansal istikrarsızlık, önde gelen finansal kurumlarda büyük kayıplar ve iflasların gerçekleşme riskidir. Finans kaynaklı krizler meydana gelmeden önce finansal kırılganlıklara neden olan sorunların giderildiği ve krizlerle baş edebilme becerisinin olduğu durumdur (Sinapi, 2009:34). Bu tanımdan yola çıkarak finansal istikrar, istikrarsızlığın olmaması olarak nitelendirilebilir.

Ekonomik krizlerin erken uyarı sistemi görevini yapan istikrarsızlık göstergelerin önemi giderek artmaktadır.

2.1.1. Finansal İstikrar Göstergeleri

Finansal istikrarın takibi ve ölçümü de tanımlanabilmesi derecesinde zordur. Finansal istikrarda uzlaşa sağlanmış bir tanım bulunmadığı gibi kavramın ölçümüne

dair küresel ölçekte geçerli gösterge seti de yoktur. Bu durum, ülkenin kendine has ekonomik özelliklerinin olmasından kaynaklıdır.

Finansal istikrar, sistemin tüm katmanlarına bağlı durumda olması nedeniyle finansal kurumların oturmuşluğu, finansal piyasalardaki gelişmelere ve temelini oluşturan parçaların işleyişinden etkilenmektedir (Sahel ve Vesala, 2001: 160). Bundan dolayı finansal istikrarı ölçerken sistemin tüm katmanlarını yani finansal kurumlara, işleyişine ve altyapısına dair çeşitli göstergeler gerekmektedir (Van den End,

2006: 4). Bu göstergeler içinde ekonomik ve finansal yapı içerisinde arzu edilmeyen sonuçlar doğuracak olası ani fiyat değişikliklerine ya da piyasalardaki likitide darboğazına karşı uyarıcı göstergeler de vardır.

Krizler çok sayıda etmeden kaynaklı olabilmektedir ancak tüm dünyada krizin gelişine işaret eden uyarıcı göstergeler bulunmaktadır. Bunlar finansal istikrar göstergelerindeki bozulmalar olabildiği gibi istikrarsızlık göstergelerindeki artışlar şeklinde de olabilmektedir. Tablo 5’de dış alem kaynaklı, finans kesimi ve reel sektöre göre ayrılmış göstergeler sınıflandırılmıştır.

Tablo 5: Finansal İstikrar Göstergeleri

Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi Göstergeleri	Parasal ve Finansal Göstergeler	Reel Sektör Göstergeleri
a. Reel Döviz Kuru b. İhracatın Büyümesi c. İthalatın Büyümesi d. Cari İşlemler Dengesi e. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri f. (Cari Açık)/(GSYİH) g. İhracatın İthalatı Karşılama Oranı: (İhracat/İthalat) h. Net Hata Değişim Oranı ı. (İhracat/ GSYİH) j. (İthalat/ GSYİH)	a. (Kısa Vadeli Dış Borç)/(Rezervler) b. Merkez Bankası Döviz Rezervlerinin Büyümesi c. (M2Y/Rezervler)’in Büyümesi d. Reel Mevduat Faizleri e. Toplam Mevduatların Büyümesi f. Borsa Endeksinin Büyümesi g. M2/M2Y h. Toplam Yurt içi Kredilerin Büyümesi ı. Reel Ankes (M1) Fazlası j. Paranın Reel Değer Artışı (Doğan, 2006:199) k. Hisse Senedi Fiyatları l. Enflasyon Oranı	a. İmalat Sanayi Üretim Endeksinin Büyümesi b. Reel Sektöre Yönelik Banka Kredileri c. İmalat Sanayi Haftalık ya da Aylık Çalışma Saati d. İşsizlik Oranı e. Reel Sektör Sabit Sermaye Yatırımları f. Yatırımlar/ GSYİH g. Kapasite Kullanım Oranı h. Stoklardaki Değişme

Kaynak: IMF, <http://data.imf.org/regular.aspx?key=61404590>.

Tablo 5’de yer alan bazı göstergelerin sağlamlığa etkileriye şöyledir:Toplam Kredi/Hasıla oranı, finansal kuruluşların aracılık görevlerini ne ölçüde başarılı olduklarını göstermektedir. Bu oranın yükselmesi gelişmiş bir finans sisteminin göstergesidir.

M2/Y oranı ise ekonomideki parasallaşmanın boyutunu göstermekte ve hane halkının bankacılık sektöründen ne seviyede yararlandığını göstermektedir.

Reel kur ekonominin ihracatta rekabet gücünü göstermektedir. Reel kurun düşmesi rekabet gücünü azaltırken, reel kurun yükselmesi rekabet gücünü arttırmaktadır.

Kısa Vadeli Dış Borç / Rezervler oranı, ülkenin dış borçlarında kısa vadeli borcun artması risk unsurudur. Toplam rezervlerin kısa vadeli dış borçların üzerinde olması arzulanan durumdur.

Mevduat/M2oranındaki bozulma azalan tasarruf, artan tüketim ve enflasyonist eğilimin bir göstergesidir

Borsa Endeksindeki artış yatırımcıların ülkeye güvendiğinin göstergesidir.

(İthalat-İhracat)/MB rezervi;dışa açık ve üretim yapısının büyük ölçüde dışa bağımlı olan ülkelerde toplam talep gelişiminin önemli bir göstergesi olup daralma dönemlerinin tahminine yardımcı olabilmektedir.

M2/Döviz Rezervi, dışsal şoklara ulusal paranın konvertibl olma becerisini ölçer. Bu oranın azalması rezervin yeterli olduğunu göstermektedir. Döviz rezervlerinin M2’nin en az yüzde 20 oranında ve/veya üzerinde olması finansal istikrara ilişkin bir göstergedir.

GSYH Büyüme Oranındaki düşüş borçlanma piyasasını etkileyerek kredi riskini artırabilmektedir.

Hoşnutsuzluk Endeksi (İşsizlik Oranı+Enflasyon Oranı) ve Dış Borç/GSYHoranları da makroekonomik sağlamlığı sekteye uğratarak istikrarı olumsuz etkilemektedir.

Bütçe Açığı/Hasıla oranındaki artış faizlerdeki artışa neden olmakla birlikte orta ve uzun vadede riskin sürdürülebilirliğini tehlikeye atmaktadır.

Cari Açık/Hasıla oranındaki artış, ülkenin dışsal şoklara olan duyarlılığını gösterir ve bu orandaki artış istikrar bozucudur. Söz konusu oranın artması yabancı yatırımcı için, döviz rezervlerinin yetersiz düzeyde olması durumunda, döviz kuru

artışı beklentisi doğuracağından kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin tersine dönmesine yol açabilir.

Merkez Bankasının elinde bulundurduğu döviz rezerv miktarı iç ve dış piyasalarda oluşabilecek her türlü spekülatif harekete karşılık koruyucu, otoriter bir güç niteliği taşır.

2.2. FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK VE FİNANSAL KRİZLER

Minsky tarafından ortaya atılan finansal istikrarsızlık kavramı, ekonomideki devrevi hareketlerin yukarıya dönüş aşamasında aşırı borçluluk problemini açıklamak için kullanılmıştır (Minsky, 1992:4-5). Minsky'e göre finansal sistemler kendi doğaları gereği istikrarsızdır. Finansal istikrarsızlığın özellikleri; borçların finansman gereksinimindeki artış, borçlanma kompozisyonunda kısa vadenin ağırlığının artması, borçların korunmaması ve ponzi finansmanına kayma ve yükselen faizler şeklindedir. Bunlara ek olarak, varlık piyasalarında spekülasyon amaçlı kısa vadeli hareketlerde artış ve finansal kurumlara duyulan güven seviyesinde düşüş sıralanabilir (Karacan, 1996:45-46).

Minsky'e göre, yüksek getiri beklentisi borçlanma yoluyla finansmanı arttıran bir faktördür. Gelecek dönemde elde edilecek getiriler, geçmiş ve cari dönemdeki borçları karşılayamaması durumunda ekonomik krizleri tetiklemektedir. Bu nedenle Minsky'e göre firmaların finansal davranışları birbirinden farklılaşmaktadır. Bu doğrultuda gelişen davranışlar; hedge etme, spekülasyon ve son olarak da ponzi şeklinde olmaktadır (Ercan, 1997:229-234).

Finansman türleri arasında en güvenilir olarak bilinen hedge finansman, ekonomik birimlerin kazançlarının daima borçlarından fazla olmasıdır.

Spekülasyona dayalı finansman; birimlerin gelecekteki gelir beklentilerinin, mevcut borçlarını aşmasıdır. Şirketlerin beklediği getiri oranı, maliyetine katlandığı faiz yükünden daha düşük seviyede olması durumunda spekülatif süreç işlemektedir. Bu finansman türünü tercih eden ekonomik birimler, ödeme güçlüklerini yeni borçlanmalar yoluyla karşılamaya çalışır.

Ponzi finansman, spekülatif davranışın bir alt türü ve en tehlikeli şeklidir. Bu türde, yükümlülükler, gelir beklentilerinden daima daha fazladır. Bundan dolayı,

birimler hem ana borç hem de faiz ödemeleri için devamlı borçlanma yoluna gitmektedir. Bu durumun sürekliliği nedeniyle artan borçlanma, balon (bubble) olarak tanımlanmakta ve sonuç olarak finansal krizlerin yaşanmasına yol açmaktadır.

Minsky'e göre, bankacılık sektöründe aktif finansmanı amacıyla borçlanmanın artması, finansal sistemi istikrarsız bir yapıya sürüklemektedir. Bu adımda finansal istikrara dair tartışmalar, geri ödeme ve sermaye yeterliliği bağlamında olmaktadır. Bundan dolayı, spekülasyon ve onun alt dalı olan ponzi finansmanındaki artış kaynaklı istikrarsızlarda ekonomik karar mercileri para stoku yerine paranın fiyatı yani faizi kontrol altına almalıdırlar.(Minsky ve Hyman, 1995: 24).

Krizler genellikle, imalat, hizmetler gibi reel ya da finansal piyasalarda gerçekleşen işlemlerde oluşan fiyatlardaki beklenmedik ve ani olarak yaşanan değişimler, öngörülen sınırları aşan, ülke ekonomilerinde kayda değer ölçüde tahribata yol açan dalgalanmalar şeklinde tanımlanabilir. Reel krizler, üretim ve istihdamı sekteye uğratan durumlardır. Finansal krizlerde ise döviz kuru, faiz oranı ve varlık fiyatlarında görülen oynaklıklardan kaynaklanmaktadır (Kibritçioğlu,2001: 1-2).

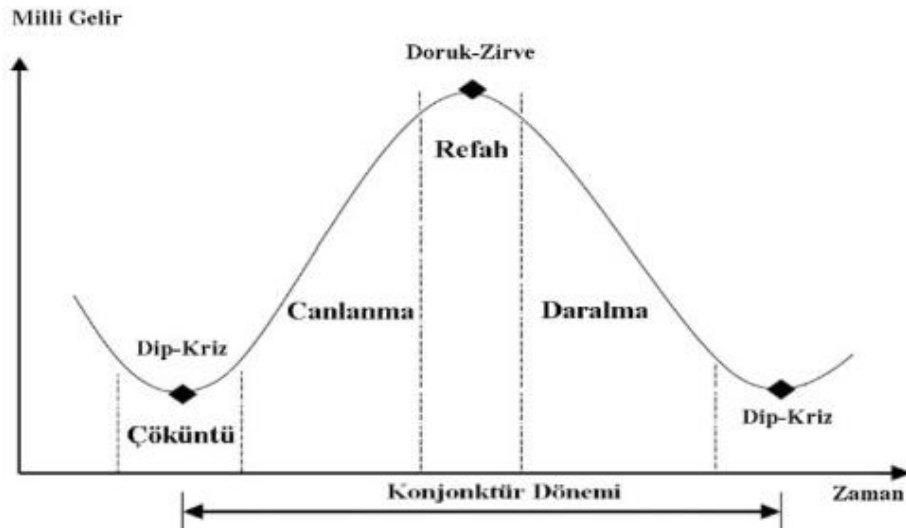
1990'lı yıllar GÜ'ler tarafından GOÜ'lere dayatılan kalkınma modelleri kapsamında birçok krize sahne olmuş ve istenen sonuçları doğurmaktan uzak kalmıştır. Bu kalkınma modellerinin sac ayaklarını, finans kaynağı olarak IMF ve WB gibi kredi sağlayıcı kuruluşlar, ticaret ayağını kamu teşekküllerinin özelleştirilmesi, dış ticaretin serbestisi, bütçe disiplinin sağlanması ve döviz kurunun sabit tutulması oluşturmuştur. Bu model, her ülkenin kendine özgü dinamiklerinden kaynaklı içsel özelliklerini göz ardı etmesi nedeniyle beklenen başarıyı gösterememiştir.

Kindleberger'e göre nihai borç verici merci olmayan serbest finans sisteminin, istikrarsızlıklara ve krizlerin kaçınılmaz olduğunu söylemektedir (Bordo,1985:192). Kindleberger'in 1978 yılında yayınladığı eserinde krizin gelişim sürecini üç aşamalı olarak analiz edilmiştir. Bunlar sırasıyla; cinnet, panik ve kırım safhalarıdır. Cinnet safhasında, paradan kaçış başlamakta, reel ve varlık alımları hız kazanmaktadır. Panik safhasında, terse dönüş yaşanmakta ve paraya hücum edilmektedir. Kırım safhasında ise, cinnette büyük umutlarla alınan bütün varlıkların fiyatları dibi görmekte ve süreç son bulmaktadır. Finansal krizler, konjonktür hareketlerinin yükseliş ve zirveye ulaştığı aşamayla ilişkilendirilmektedir (Kindleberger,1989: 3-6).

Kindleberger finansal krizlerin, konjonktürün zirvesinden daralma dönemine girdiği dönemde oluştuğunu söylemektedir. Diğer bir deyişle kriz döneminin tohumları canlanma ve zirve dönemlerinde atıldığını ifade etmektedir.

Finansal krizler, çoğunlukla varlık fiyatlamalarında balonların oluşumu ve bu durumun istikrarsızlığı beslemesi sonucu oluşmaktadır. Varlık balonlarının oluşumunu üç kademede meydana gelmektedir. İlk olarak, kredi genişlemesiyle menkul ve gayrimenkul varlık fiyatlarında şişkinlik oluşmaktadır. İkinci aşamada, balonlar patlamakta ve varlık fiyatları dip yapmaktadır. Son aşamada ise, şişkin fiyatlardan borçlanma yoluyla varlık satın alımında bulunan birimler iflas etmektedir. Borçların temerrüde düşmesine yol açan bu durum finans krizlerine neden olmaktadır.

Şekil 2: Konjonktürel Dalgalanmalar



Kaynak: Bocutoğlu, 2012:16

Finansal krizin en önemli bileşenleri, kurumlarının ve özellikle de bankalara duyulan güvensizlik ve borçlu kesimde görülen ödeme güçlükleridir (Bernanke, 1983: 258). Tüm ekonomide istikrarsızlığa neden olan temel etkenlerden başlıcaları; sürdürülebilirlikten uzak makroekonomik politikalar, finansal yapıdaki örtülü ve açık zayıflıklar, küresel gelişmeler, kambiyo politikaları olarak sıralanabilir.

Mishkin ise asimetrik bilgi kavramıyla finansal krizlere açıklama getirmiştir. Kriz ortamının oluşmasında ters seçim ve ahlaki bozulma sorunlarındaki artıştan kaynaklı olduğunu söylemektedir. Buna göre; bir varlık satış işleminde tarafların eşit

derecede bilgiye sahip olmalıdır. Bu eşitliğin sağlanamaması yani taraflardan birinin eksik bilgiye sahip olması durumunu asimetrik bilgi olarak tanımlar. Bu durumda fazla bilgiye sahip olan taraf eksik bilgiye sahip olan tarafı kandırma yoluyla ona bir maliyet yüklemektedir. Ters seçim, varlık alım satım işleminden önce eksik bilgi nedeniyle ortaya çıkan maliyettir. Ahlaki bozulma ise işlem sonrası ortaya çıkan maliyettir. Daha fazla bilgiye sahip olan tarafın kötü niyetle karşı tarafı zarara uğratması durumudur (Ural,2010: 61). Bu duruma örnek olarak bankacılık sektöründeki kredi işlemleri gösterilebilir. Ahlaki bozulmanın yaygınlaştığı bir durumda bankalar kredi verme konusunda isteksiz davranacak ve riskli ortam nedeniyle daha yüksek faiz talep edeceklerdir. Bu durum güvenilirliği düşük müşterilerden güvenilir müşterilere bir risk transferine neden olacak ve daha yüksek faiz ödemesi yapmalarına neden olacaktır. Ayrıca güvenilirliği düşük müşterilere kullandırılan kredilerin tahsil edilmesinde yaşanacak zorluklar, bankacılık sektöründeki batık kredileri arttıracak ve finansal istikrarsızlığa neden olarak krize zemin hazırlayacaktır.

Kriz zamanlaması hakkında ampirik çalışmalarda sağlanmış konsensüs, finansal krizlerin sistemsal istikrarsızlığın bir sonucu olduğu yönündedir. Finansal krizlerin oluşum sürecine dair kabul gören temel iki görüş bulunmaktadır. Bunlar; finansal sistemin ekonomilerin zayıf temellerini ortaya çıkardığı ve ekonomide herhangi bir nedenden ötürü ortaya çıkan dışsal bir etki aracılığıyla tetiklenebilmesi diğer bir ifadeyle finans ve reel sektördeki dengeden sapma durumunda bunların birbirlerini besledikleri şeklindedir (Gale ve Franklin 2002:14).

Sonuç olarak finansal istikrarsızlık, ekonomik şoklara hassasiyet olarak tanımlanmaktadır (Bell ve Pain,2000: 122). İstikrarsızlık, finansal sistemin kurgulanmasındaki sorunları, kriz ise, istikrarsızlığa ek olarak dış şokların olması sonucu meydana gelmektedir.

2.3. GOÜ'LERDE SERMAYE HAREKETLERİ KAYNAKLI KRİZLER

Finansal entegrasyonun en önemli ögesi yabancı sermaye akımlarıdır. Sermaye birikimini tamamlamamış ve iç kaynakları yetersiz olan GOÜ'ler için uzun vadeli büyümenin finansmanı önemli boyutta dış kaynaklara bağlıdır. Böylece finansal entegrasyonun sağladığı dış kaynakların iç kaynakları tamamlaması sonucu arzulanan

ekonomik büyüme sağlanacaktır. Bu süreçte gelir artışının uyaracağı tasarruf artışı da sermaye birikiminin oluşumuna katkı sağlayarak uzun vadede dış kaynak bağımlılığını azaltacaktır. DYY, ekonomik açıdan gelişmiş ülkelerin modern teknoloji, bilgi, beceri ve yeniliklerinin gelişmekte olan ülkelere transferini kolaylaştırabilen, ekonomik büyüme ve gelişme hızlarını artırmalarına yardımcı olabilecek önemli bir finansman kaynağıdır. DYY teknoloji yayılımını tetiklemekle kalmayıp aynı zamanda insan sermayesi oluşumunu teşvik etmek, uluslararası ticaret entegrasyonuna katkıda bulunmak, daha rekabetçi bir iş ortamı yaratmak ve kurumsal gelişimin artırılmasına da katkıda bulunmaktadır(Chorn veSiek , 2017: 218). Ekonomiye yaptığı çok yönlü katkılar nedeniyle DYY'lerin GOÜ'lerin ekonomik büyümeleri için oldukça önemli bir faktör olduğu yönünde ağırlıklı bir görüş oluşmuştur. Portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olarak sınıflandırılan krediler şeklinde giren yabancı sermaye de ev sahibi ülkelerin finansal piyasalarının gelişimine katkı sağlamaktadır.

1980'li yıllarda finansal serbestleme sonrası uluslararası yatırımlarda önemli bir artış olmuş ve özellikle GOÜ için büyüme yönünde önemli katkı sağlayacağı beklentisi hakim olmuştur. Ancak, 1990'lı yıllarda GOÜ'lere yönelik artan yabancı sermaye akımlarının ardından yaşanan finansal krizler, bu akımların gerçekten ileri sürüldüğü gibi faydalı olup olmadığına yönelik kuşkuları arttırmıştır. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve uzun dönemli büyüme arasında zayıf bir ilişkinin olduğunu ortaya koyan çalışmalar bu kuşkuları daha da arttırmıştır. Böylece yabancı sermaye yatırımlarına yönelik politikalar yeniden gözden geçirilmeye başlanmıştır.

Yabancı sermaye akımlarına ilişkin diğer bir kırılma 2008 Küresel Krizi ile yaşanmıştır. Kriz sırasında geçici bir daralma yaşanmasının ardından, sermaye akışlarındaki hızlı artış, sermaye hareketliliğinin yararları ve maliyetleri hakkında politika tartışmalarını yeniden gündeme getirmiştir. Yabancı sermaye hareketleri uzun vadeli büyümeyi destekleyebilmektedir. Ancak, yabancı sermaye girişlerinin yol açtığı ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi, finansal ve varlık fiyatlarında balonlar ve sermaye akışlarındaki ani duruşların (sudden stop) yarattığı tahribatın ekonomi politikaları ile yönetilmesi gittikçe zorlaşmıştır. Sermaye hareketlerindeki ani duruşların olumsuz etkilerinden korunmak için ülkeler makro ve mikro ihtiyati önlemler, vergi politikaları ve doğrudan sermaye kontrolleri yoluyla sermaye girişlerini yumuşatmaya çalışmışlardır (OECD, 2012: 1).

GOÜ'lerde ardı ardına yaşanan krizler, sermaye hareketleri üzerindeki beklentileri ve mevcut paradigma konusunda ciddi soru işaretleri doğurmuştur. GOÜ'lerde yaşanan krizlerin ortak paydasının sermaye hareketlerinde spekülasyon amaçlı ani değişimler olduğu kabul görmektedir.

2.3.1. Meksika Krizi (1994)

Meksika 1980'lerden itibaren kamu kesiminin ekonomideki ağırlığını azaltma yönünde bir dizi reform gerçekleştirmiştir. Bunlar arasında devlete ait bankaların özel kesime devri, dış borç yapılandırması, vergi sisteminin ıslahı gibi özel sektörü ön plana çıkaran uygulamalar hayata geçirilmiştir. Buna ek olarak Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması'na (NAFTA) dahil olarak ticaret serbestisi sağlamıştır. Dahası faiz oranlarının belirlenmesini piyasaya bırakmış ve kredi kısıtlamalarını yürürlükten kaldırmıştır (Gürsoy,2009: 165).

Meksika'da 1987 yılında hazırlanan ekonomik programı ile sürekli büyüme stratejisini benimsemiş ve bunun gerçekleştirilmesi için de ekonomide istikrarın sağlanması ve yapısal reform uygulamalarının hayata geçirilmesi öngörülmüştü. Bu bağlamda enflasyonist baskıları kırarak şekilde (kur artışı enflasyonun altında olmak üzere) Meksika parasının kontrollü olarak devalüasyonu, kambiyo politikası olarak benimsenmiştir. Bu çerçevede 1991'den itibaren kurlar için taban ve tavanı belli bir bant saptanmıştır. Ayrıca reel faizlerin yüksek tutulması ile iç talebin kontrolü benimsenmiştir.

Dış ticaret ve finansal kesime ilişkin serbestleşme uygulamaları da eş zamanlı olarak hayata geçirilmiştir. Uygulanan bu politikalar sonucunda Meksika ekonomisine duyulan güvenin artması ile birlikte ülkeye önemli miktarlarda PY girişleri başlamıştır.

PY girişlerinde yaşanan bu artışın sonrasında yerli para aşırı değerlendirilerek ihracatı caydırmış, ithalatı cazip kılmıştır. Bütçe açığının artışı da mevcut kötü gidişe katkı yapmıştır.

Meksika'da bu süreç yaşanırken 1994 yılında ABD'nin faiz oranlarını yükseltmesi, GOÜ'lere yönelik sermaye girişlerinde azalmaya yol açmıştır. Bunun yanı sıra Meksika'da yaşanan iktidar partisinin başkan adayına yönelik suikast siyasi bir belirsizliğe yol açmıştır. Fed'in faiz artırımını ve Meksika'daki siyasi istikrarsızlık

ülkeden sermaye çıkışını arttırmış ve Peso yüzde 15 oranında değer yitirmiştir (Tomita,2000:4). Amerikalı yatırımcıların dolara endeksli kısa vadeli Meksika bonolarını ellerinden çıkarmaya yönelmeleri, Meksika Merkez Bankasının elinde bulunan rezervlerin hızlıca erimesine yol açmış ve çözüm olarak görülen devalüasyon, sermaye kaçışını daha da hızlandırarak krizi derinleştirmiştir. Meksika Krizi diğer Latin Amerika ülkelerinin finans ve döviz piyasalarında da önemli dalgalanmalara yol açmıştır (Yay, 2001:1239).

Meksika Krizi, hükümetin bir nevi ponzi finansmanına girişerek döviz varlıklarının üzerinde döviz borcu yaratması krizi tetikleyici faktör olduğunu göstermiştir. Ayrıca bu kriz, makroekonomik denge durumunda bile finans kesiminde istikrarın sağlanamaya bilineceği ve finans kesiminde istikrarsızlıkların krize yol açabileceğinin örneği olmuştur.

2.3.2. Asya Krizi (1997)

Hong Kong ve Japonya dışında kalan Asya ülkeleri 1993 yılında sabit kur sistemini benimsemiştir. Faiz oranlarının yüksek olması ve döviz kurlarının sabitliği bu ülkelere yönelik sermaye PY akımlarını hızlandırmıştır. Büyük ölçekli sermaye girişi, merkez bankalarını kur sistemi tercihi konusunda belirsizliğe itmiş olmakla birlikte Asya ülkelerinin çoğu sonuçta, sabit kur sisteminin devam ettirilmesi yönünde karar almıştır (Gürsoy, 2009:47).

1960'lı yıllardan sonra hızla gelişmeye başlayan ve kriz öncesine kadar GOÜ'lere akan sermayenin neredeyse yarısını çeken Doğu Asya Ülkeleri, dünya genelinde "Asya Kaplanları" adıyla sembol haline gelmişti. Ancak, 1997 yılında Tayland ile başlayan ve Güney Kore, Malezya, Endonezya'yı da içine alan kriz ile bu imaj sarsılmıştır. Dünya ekonomisinde hem ihracatçı hem de ithalatçı olarak önemli bir yeri olan yani dünya ekonomileri ile yüksek entegrasyon düzeyine sahip bulunan bu ülkeler, dünya genelinde bir krize de ortam hazırlamıştır. Bu krizin temel nedenleri ana hatları ile şöyle özetlenebilir(Asian Development Bank, 2006):

- Bu ülkelerde finans sisteminin yeterince denetlenememesi ve sağlanan devlet garantileri, dışarıdan aşırı borçlanabilmeye imkan sağlamıştır. Bu şekilde bölgeye giriş yapan sermayenin önemli bir kısmı, başta yüksek prim yapan gayri

menkuller olmak üzere üretken olmayan ve katma değer yaratmayan spekülâtif alanlara yönelmiştir. Dış kaynakların üretime giden kısmı ise doğru bir planlamayla yönlendirilememiş, gereksiz alanlarda aşırı kapasite yaratılmıştır

- Yabancı sermayeyi ülkeye çekebilmek amacıyla paralarını dolara bağlayan bu ülkeler, doların dünya piyasalarında, özellikle de yoğun ticaret yaptıkları Japonya para birimi (yen) karşısında değer kazanmasıyla, bir taraftan paralarının aşırı değerlenmesiyle ihracatın gerilemesi, diğer taraftan da dış borçlarının ülke parası bazında değerinin artması sonucuyla karşı karşıya kalmışlardır.

- Bölgede kısa, orta ve uzun vadeli yatırımlar yapılmıştır. Bu yatırımlar ise, daha çok yeterli talep potansiyeli olmayan alanlara akıtılmıştır. Böylece borçların ödenmesi için gerekli ihracat artışının gerçekleşmesine imkan sağlanamamıştır.

- Bu arada bu ülkelerin ihracatı arasında önemli bir yer tutan bilgisayar malzemeleri fiyatlarındaki yaşanan gerileme de, ihracat gelirlerinin düşmesine neden olmuştur.

- Buna; siyasi istikrarsızlık nedeniyle finans piyasalarını yeterince denetlenememesi, bankaların açık pozisyonları ve gerekli önlemlerin uygulamaya geçirilememesinin eklenmesiyle, hızlı sermaye kaçışları yaşanmıştır.

Sonuç olarak, söz konusu ülkelerde yaşanan krizde etkili olan temel değişken, yerli paranın dolara endeksli tutulmasıdır. Krizi kaçınılmaz kılan PY girişlerine bağımlı hale gelen bu ülkelerin ulusal paralarının aşırı değerli hale gelmesi ve bunun ekonomik sonuçlarına (cari açık, bütçe açığı, durgunluk) bağılı olarak ortaya çıkan devalüasyon beklentisidir.

Asya Krizinden çıkarılması gereken en büyük ders, ekonominin genelinde para ve vade uyumsuzluğunun krizin önemli bir boyutunu oluşturduğudur. Para uyumsuzluğu, banka ve özel kesimin döviz cinsinden borçlanmasına karşın varlıklarının yerli para cinsinden olması durumudur. Bu durum, dövizde meydana gelen sıçramaların sonucunda bilançolarında bozulmalara yol açmıştır. Vade uyumsuzluğu ise varlıkların yükümlülüklerden daha uzun vadeye sahip olmasıdır ve bilanço bozucu etkiye sahiptir. Böylelikle Asya ülkelerinde uzun döneme yayılan kredilere erişim güçlükleri krizi derinleştiren faktörlerden olmuştur.

2.3.3. Rusya Krizi (1998)

Uzakdoğu ülkelerinde yaşanan krizin etkileri netleşmeden, ikinci bir dalga olarak Rusya Krizi dünyayı sarsmıştır. Rusya’da uygulanan kur sisteminde, bant içinde kaldığı sürece kurlara müdahale edilmemiş ve merkez bankası bandı enflasyona göre yönlendirmiştir. Döviz kuru belirsizliğinin ortadan kalkması firma ve bankaların yurtdışından borçlanmalarını teşvik etmekteydi. Nitekim, dışa açılma sürecinde pazar potansiyelinden yararlanmak isteyen uluslararası finans kurumlarının Rusya’ya büyük miktarda kredi vermesinin yanında ülkeye önemli miktarda PY girişi gerçekleşmiştir. Ancak, bu krediler üretken yatırımlara yeterince yönlendirilememiş, kamu açıklarının finansmanında kullanılmış ve böylece alınan borçlar içinde reel bir karşılık yaratılamamıştır.

Bunun yanında, dünyanın en büyük hammadde ihracatçısı olan Rusya’da, Uzakdoğu krizi sonrasında, başta petrol olmak üzere, hammadde fiyatlarındaki yaşanan hızlı düşmenin etkisiyle dış ticaret bilançosu açık vermeye başlamıştır. Diğer taraftan, ihracat gelirleri arasında önemli bir yeri olan silah satışlarının, Doğu Bloğunun yıkılması sonrasında gerilemesi de Rusya’daki krizin oluşum sürecinde etkili olmuştur. (Uysal,1998:118).

Güneydoğu Asya ülkelerinde yaşanan kriz ile petrol talebinin azalması ve böylece fiyatının düşmesi Rusya’da bütçe açıklarını arttırmış ve sonrasında cari açığın artmasına sebep olmuştur. Yaşanan küresel çaptaki krizin Rusya üzerindeki dalgası ve oluşan panik havası Rusya’nın cari açığı, özel kesim ve kamunun dış borçlarının yüksekliğiyle birleşince ülkede devalüasyon beklentilerini körükleyerek sermaye kaçışına neden olmuştur. Merkez bankasının kur bandını revize ederek genişletmesi yoluyla önlem almaya çalışması, kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke notunu düşürmesi, dövizle yönelik spekülatif atakları daha da arttırmış ve merkez bankasının döviz kurlarını serbest bırakmasına yol açan bir krizin yaşanmasına sebep olmuştur (Özel,2005:94-95).

Rusya örneğinden alınabilecek en önemli ders, Uzakdoğu krizinde olduğu gibi, sıcak para girişlerine bağımlılık halinin kriz riskini arttırdığıdır.

2.3.4. Arjantin Krizi (2001 ve 2017)

Arjantin'in uzun bir ekonomik kriz geçmişi vardır. 1816 yılında bağımsızlığına kavuştuğundan beri toplam dokuz kez dış borç krizi yaşamıştır. 2001 yılında yaşanan dış borç krizinin çözümü tam 15 yıl sürmüştür. Arjantin, 1956 yılında IMF' ye üye olmuş ve bu yıldan itibaren 21kez IMF programı uygulamıştır.

Arjantin'in bütçesini ve dış açıklarını finanse etmek için dış finansmana artan bağımlılığı, ülkeyi finansman maliyetindeki veya bulunabilirliğindeki değişikliklere karşı savunmasız bırakmıştır.

1990'larda Asya, Meksika ve Rusya krizlerinin adeta domino etkisiyle sürmesi, ekonomisi zayıflamış olan Arjantin'in kısa vadeli borçlarını oldukça arttırmıştır. Bu arada enflasyonla mücadele için para kurulu uygulamasının yürürlüğe girmesi döviz piyasasına istikrar sağlamış, bu da ülkeye yönelik PY girişlerini artırıcı etki yapmıştır. Bunun sonucunda uygulanan sabit kur rejimi yerli paranın aşırı değerlenmesiyle ticaret açıklarını arttırmış ve bu açığın finansmanı için faizler yükseltmek zorunda kalmıştır. 1999-2000 ülkeye giren PY miktarı 150 milyar dolara ulaşmıştır. Bunun yanında ülkede uygulanan ekonomi politikaları sonucu gelir adaletsizliği, işsizlik ve yolsuzluk artmıştır.

Bütün bu olumsuz gelişmelerin yanı sıra Arjantin'de krizin oluşmasında esas faktör IMF ile ilişkilerde geline nokta olmuştur. 2001 yılının ortalarına doğru Arjantin'de ekonomi politikalarına duyulan güvensizliği, kredi derecelendirme kuruluşları ülke notunu düşürmesiyle açıkça ortaya koymuştur. Yabancı yatırımların ülkeyi terk etmeye başlaması ile birlikte güvensizlik ortamını daha da beslemiştir. Ekonomi Bakanı Cavallo bu durumun önüne geçme amacıyla IMF ile tekrar masaya oturmak zorunda kalmıştır. Ancak IMF'nin Arjantin'den para kurulu uygulamasına son vermesi ve dalgalı kur sistemine geçmesi talebi Cavallo tarafından reddedilince IMF verilmesi gereken 1,3 milyar dolarlık kredi paketini dondurmıştır. Bu durum ülkeden sermaye çıkışını daha da hızlandırmıştır. Bu süreci durdurmak amacıyla bankalardaki mevduatlar bloke edilmiştir. Mevduatların bloke edilmesi kararı halkta infial uyandırmış ve bankalar önünde uzun kuyruklar oluşmaya başlamıştır, devamında ise sokak çatışmalarıyla anayasal düzen bozulma noktasına gelmiştir. Krizden sonra üç yıl ekonomik durgunluk dönemi yaşanan Arjantin'in ağır borç yükü

ertelenmiş ve 2002 yılında, 1991'den bu yana dolara endeksli peso dalgalanmaya bırakılmıştır. Kriz yılında ve daha sonra, 2002 ve 2003 yıllarında IMF ile iki kez daha anlaşma imzalanmıştır.

Sık sık krizler yalanan Arjantin'de 2017'nin sonlarından itibaren bir çok faktör ekonomiyi olumsuz etkilemeye başlamıştır. Fed'in faiz oranlarını artırmaya başlaması Arjantin tahvillerine yatırımcı ilgisini azaltmış ve dolayısıyla yabancı sermaye girişlerinde azalma dış finansmana bağlı ekonomiyi olumsuz etkilemiştir. Aynı zamanda Arjantin son 50 yılın en büyük kuraklığını yaşamış ve tarımsal ihracat geliri önemli ölçüde azalmıştır.

Yatırımcılar Arjantin varlıklarını satmaya başlamış ve ulusal paranın değer kaybı ile borçlarının çoğunun dolar cinsinden olması borcun değerini peso cinsinden artırmıştır. Yabancı yatırımcıya güven vermek adına, merkez bankası ve hükümet Nisan ve Mayıs 2018'de faiz oranlarını artırmış ve bütçe açığını kapatacak mali reformları devreye sokmuştur. Ancak piyasa oynaklığı devam etmiş ve yabancı yatırımcının ülkeyi terk etmesi engellenememiştir. Arjantin hükümeti, sürdürülemez borç birikimi, para biriminin (peso) hızlı değer kaybı, ekonomik daralma ve yüksek enflasyon nedeniyle mali yardım için IMF'ye başvurmak zorunda kalmış ve 50 milyar dolarlık bir program için anlaşmaya imzalamıştır.

Tarihin en büyük IMF yardımını almasına karşın Arjantin ekonomide varolan olumsuz tabloda iyileşme sağlayamamıştır. 2019 yılında göreve gelen yeni hükümet borçların yeniden yapılandırması için kampanyalar yürütmüştür. 2018 yılında bütçe açığı yüzde 5,3 iken yeni hükümetin mali reformları sonucu 2019 yılında yüzde 2,5'e düşmüştür. Ancak bununla ekonomi yüzde 2,2 küçülürken, pesonun devalüasyonu, enflasyonun düşmesini engellemiştir. Ülke borçlarının önemli bir kısmının dolar cinsinden olması, devalüasyonla birlikte borçlarının GSYİH'ye oranının yaklaşık yüzde 76'sına ulaşmasına yol açmıştır.

Arjantin'de kemer sıkma önlemleri ve devam eden durgunluk yeni hükümetin de yıpranmasına yol açmıştır. Gerek ekonomik gerekse politik istikrarsızlık ülkeden yabancı sermayenin kaçmasını ve pesonun rekor seviyede değer kaybetmesi ile birlikte Arjantin borsalarının çökmesini beraberinde getirmiştir. COVID-19 salgını ve bunun sonucunda ortaya çıkan ekonomik kargaşa, Arjantin ekonomisini de vurmuş ve hükümet borçlarını ödeyemez hale gelmiştir (CRS Report, 1-3; 2020).

2.3.5. Brezilya Krizi (1999)

Latin Amerika ülkeleri içinde sıklıkla kriz yaşayan diğer bir ülke olan Brezilya'da enflasyonla mücadele için 1994 yılında döviz kuru temelli program olan Real Planı uygulanmaya başlanmıştır. Program enflasyon oranını yüzde 2000'lerden tek haneli rakamlara düşürmede başarılı olmuştur. Sağlanan fiyat istikrarı ile ülkeye giriş yapan yabancı sermayedeki artış, tüketimde ve ithalatta patlama ve çevirimi giderek zorlaşan bütçe açıkları PY girişlerinin teşvik edilmesini gerektirmiş, bunun gereği olarak da yüksek faiz uygulanmıştır. PY girişleri yerli paranın aşırı değerlenmesine yol açarak cari açığı daha da arttırmıştır. 1998 Rusya'da ortaya çıkan kriz Brezilya'yı etkisi altına almıştır. 1999 yılında yaşanan kriz sonrasında Brezilya'da yaşanan siyasi istikrarsızlık, Arjantin ve Türkiye'de yaşanan krizler Brezilya'nın yeniden bir kriz ortamına zemin hazırlamıştır. Bu durum Brezilya'nın 2002 yılında IMF ile istikrar programı üzerine anlaşmasına neden olmuştur (Doğruel ve Doğruel, 2006:102).

GOÜ'lerdeki bu gelişmelere ilişkin bir değerlendirme yapılacak olursa, küreselleşme ile üretken kapasitelerinin üzerinde sermaye girişiyle karşılaşan ülkelerin, bu girişleri doğru sektörlerle yöneltememe sorunu yaşadıkları söylenebilir. Bu ülkeler, ülkeye giriş yapan sermayenin kazanacağı getiriden, üretken sahalarda kullanamayarak daha yüksek seviyede bir getiri elde edememişlerdir. Bu ülkeler, giriş yapan sermayenin dünya ortalaması üzerinde bir getiri elde etme sebebiyle geldiğini, yani önemli miktarlarda bedel ödemekte olduklarını, tatlı büyümenin cazibesi nedeniyle göz ardı etmişlerdir. Bunun sonucunda ülkeler bir taraftan para ikamesini önlemek için faizleri yüksek tutmak zorunda kalırlarken, diğer taraftan da ağır bir bedeli olan bu uygulamadan kurtulmak için, geriye dönerek kambiyo kontrollerine geçiş yapmışlardır.

2.3.6. 1994 Türkiye Krizi

1988 yılından itibaren uygulanan ekonomi politikalarının sonucunda büyüyen bütçe açıklarının finansmanında iç borçlanmanın payının artırılması ve dış finansmanın da büyük ölçüde PY girişlerine bağlanması ve ülkeye gelen büyük

miktarlı sıcak para nedeniyle Türk lirasının aşırı değerlenmesi krize zemin hazırlamıştır.

Kriz öncesi döneme bakıldığında, 1992 ve 1993 yıllarında sırasıyla cari açık/hasıla oranı yüzde -0,6 ve yüzde -3,5 olarak, reel kurun 65 ve 61, faizlerin yüzde 82,2 ve yüzde 87,5, kısa vadeli borç/toplam borcun yüzde 22,8 ve yüzde 27,5 ve büyümenin yüzde 6,4 ve yüzde 8,1 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Krizi tetikleyen temel unsurun kontrolsüz sermaye girişleri ve buna bağlı olarak liranın aşırı değerlenmesi ve ekonominin ısınması olduğu söylenebilir. Bu dönemde borç stokunda artış yaşandığı görülmektedir.

1993 yılında liranın aşırı değerlenmesi sonucu rekor seviyeye ulaşan cari açık, devalüasyon beklentisini yaratmıştır. Bu duruma hükümetin faiz oranlarını azaltması eklenince ülkeden önemli oranda PY çıkışları gerçekleşmiştir. Bunun sonucunda fiilen bir devalüasyon yapılması zorunlu hale gelmiş ve ekonomi krize sürüklenmiştir.

Kriz sonucu kurlarda ortaya çıkan yüksek oranlı artış gerek dış ticaret, gerekse cari dengede olumlu gelişmelere yol açmıştır. Ancak, Türkiye'nin ithalat gelir esnekliğinin kur esnekliğinden yüksek olması sebebiyle ithalatındaki azalmanın temel nedeni, döviz kurundaki sıçramadan ziyade ekonomik daralma (yüzde -6) kaynaklı olmuştur. Bu dönemde kur sıçramalarının önüne geçebilmek için faiz oranları önemli ölçüde arttırılmıştır. Faiz oranlarındaki bu artış özel kesimde dışlama etkisi yaratmış diğer yandan ise hükümetin borçlanma ihtiyacını arttırmıştır. Dolayısıyla döviz kuru sıçramalarını önlemek için kullanılan faiz aracı hükümetin borçlanma maliyetini arttırmış ve krizi takip eden 1995-1996 yıllarında da yüksek faiz oranlarına neden olmuştur. Kriz sonrası dönemde de alınan dış borçların ödenmeye başlanması ile birlikte ulusal parayı aşırı değerlendiren kur politikasının devamı tüm göstergelerde yeniden geriye dönüşü başlatmıştır. Bunun en temel göstergesi dış açığın yeniden yükselmesi ve kısa vadeli borçların toplam dış borç içindeki payının artmasıdır.

2.3.7. 2001 Türkiye Krizi

Türkiye'de 2000 yılı başından itibaren üç yılı kapsayan ve enflasyonu tek haneli rakamlara indirmeyi hedefleyen bir program uygulamaya konulmuş ve uygulamanın ikinci yılı başında dalgalı kur sistemine geçilmek zorunda kalınmıştır.

Döviz kuruna bağlı bu istikrar programı çerçevesinde ödemeler dengesindeki gelişmeler incelendiğinde, programın gidişatına bağlı olarak 2000 yılı iki ana döneme ayrılmaktadır. Ocak-Ağustos dönemini kapsayan ilk dönemde, faiz oranları hızlı ve yüksek oranlarda düşüş göstermiş, enflasyon son 14 yılın en düşük seviyelerine gerilemiş ve üretim ile iç talep önemli ölçüde artmıştır. Bu olumlu gelişmelerin yanı sıra, iç talepte görülen canlılığa ek olarak enflasyon oranlarında hedeflenen düşüşün sağlanamaması Türk lirasının değerlenmesine neden olmuş ve cari açığı tarihi olarak en yüksek seviyelerine taşımıştır. Bu dönemde ayrıca, ham petrol ve doğalgaz gibi enerji fiyatlarındaki artış ile Euro'nun uluslararası piyasalarda değer kaybetmesi gibi diğer faktörler de aleyhe işlemiştir. Buna bağlı olarak, cari açık belenen düzeyin üzerinde gerçekleşmiştir. Artan cari açığa rağmen, programın kararlı şekilde sürdürülmesi, sermaye girişlerinin devam etmesine olanak tanımıştır. Ancak yılın ikinci döneminde, gerek programda öngörülen yapısal tedbirlerin gecikmesiyle beliren aksaklıklar, gerek diğer GOÜ ekonomilerinde gerçekleşen olumsuz gelişmeler ve IMF kredisinin üçüncü diliminin ertelenmesi programın sürdürülebilirliğine ilişkin tereddütleri arttırmış ve sermaye çıkışlarını hızlandırmıştır. Uygulanmakta olan kur çapasına dayalı para politikası gereği likidite yaratımı mekanizmasının döviz girişine dayandırılmış olması, sermayenin ani kaçışının likidite daralması ile sonuçlanmasına neden olmuştur. Likidite sıkışıklığı kısa vadeli faizleri yükseltirken, faiz ve kur riski taşıyan bankacılık sisteminin gelişmelere duyarlılığını arttırmıştır (Kadioğlu vd,2001:30).

Nitekim sermaye yapısı yetersiz, portföylerinde yüksek oranda devlet tahvili tutan ve açık pozisyonda olan bankalarda önemli faiz riski oluşmuştur. Söz konusu olumsuz tablo bankacılık kesiminde 22 Kasım'da başlayan şiddetli bir likidite talebi doğurmuştur. Program nedeniyle Merkez Bankası piyasaya likidite sürememiş ve Aralık başında faiz oranları yüzde 2000'lere yükselmiş ve bu durum beraberinde devalüasyon beklentisini getirmiştir. Gerek açık pozisyonda olan bankaların döviz talebi gerekse yabancı sermaye çıkışı döviz talebi arttırmış ve döviz atağı olarak nitelenen bu gelişmeler karşılığında IMF hükümetten programdan vazgeçmesini talep etmiştir. Hükümet ise bu talebi ret etmiştir. Bu arada TMSF yönetim kurulu kararıyla altı bankaya el konularak fona devredilmiştir. 2001 yılının şubat ayında siyasi bir gerginliğin yol açtığı ikinci bir döviz atağının yaşanmasına ve kasım ayına göre çok

daha büyük miktarda sermaye çıkışının yaşanmasına ve bankaların döviz talebinin artmasına neden olmuştur. Piyasadaki likidite darboğazı faiz oranlarının aşırı düzeyde artmasına yol açmıştır. Merkez Bankası döviz rezervlerini eritmemek amacıyla döviz satışında isteksiz davranmıştır. 22 Şubat gecesi döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılması kararı ile program terk edilmiştir (Yentürk,2003:68-70).

Kriz çeşitli yollardan reel ekonomiyi etkilemiştir: protesto edilen senetlerde yüzde 50 oranında artış, imalat sanayi kapasite kullanımı yüzde 70'lere düşmüş, kapatılan firma sayısı on binleri bulmuştur. Bu durum hasılda devasa daralma ve işsizlik oranında artışa neden olmuştur. Özetle mali piyasalardaki çöküş ve finans kesiminin içinde bulunduğu darboğaz durumuna paralel olarak üretim ve tüketimde çöküşe neden olmuştur. Tüm bu olumsuz gelişmeler Türkiye'yi IMF'ye mecbur kılmış ve 18. stand-by anlaşmasını yapmaya zorlamıştır (Kazgan, 2005:245-246).

Diğer taraftan, Türkiye dış girdilerde bağımlılık seviyesinin yüksekliği, kur esnekliğinin düşük olmasına neden olmuştur. Bu nedenle kur artışları maliyet enflasyonuna yol açmıştır.

Türkiye'de kamunun borçluluğundaki artışa bağlı olarak reel faizlerin zorunlu olarak yüksek seviyede seyretmesine yol açmıştır. Bu durum, faizlerin dünya ortalamasının üzerinde olmasına ve böylelikle yabancı yatırımcı açısından kur arbitrajı olanağı sağlamıştır. Bu durum sıcak parayı ülkeye çeğişte uygun koşulları sağlarken, daha sonrasında bunun ülke içinde tutulabilmesi için uygun koşulların devamlılığını kaçınılmaz kılmaktaydı. 1994 Krizinde olduğu gibi 2001 Krizinde de bu durum bir kısır döngünün içine girilmesine yol açmıştır (Söylemez, 2004).

Türkiye'de 1990 sonrası döneme bakıldığında, yaşanan ekonomik krizlerin temelinde kamu açıklarının sürdürülemez boyutlara ulaşması ve bu nedenle iç borçların çevrilebilmesi için yüksek faiz uygulanması olduğu görülmektedir. Türkiye'nin kalıtsal hale gelen bu kısır döngüden kurtulmak için başta sermaye girişlerinin sektörler arasında dengeli dağılımına ve katma değeri yüksek alanlara tahsis edilmesi gerekliliği açıktır.

2.4. 2008 KÜRESEL KRİZ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE ETKİSİ

2008 finansal krizi, gelişmiş ülkelerdeki büyük finans merkezlerinde ortaya çıkmış ve GOÜ ve geçiş ülkeleri üzerindeki etkisi ise kademeli olarak ortaya çıkmıştır. Daha önceki krizler gelişmekte olan ülkelere yayılmış iken bu kez gelişmekte olan ülkeler krizin kurbanı olmuştur. Küresel mali krizin nedenleri başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerin uyguladıkları ekonomi politikalarından kaynaklanmaktadır. Mayıs 2008'de büyük finans merkezlerindeki borsaların çöküşü en önemli gelişmekte olan ülkelerdeki borsalara sıçramıştır. Örneğin Çin, Hindistan, Rusya, Güney Afrika ve Brezilya'daki borsalarında hemen krizin etkileri hissedilmiştir. Eşik ülkelerdeki borsaları yansıtan Morgan Stanley Capital Uluslararası Gelişen Piyasa Endeksi bir hafta içinde yüzde 23 düşmüştür. Bu ülkelerin karakteristik özelliği, diğer ülkelerle entegre oldukça gelişmiş bir finans sektörüne sahip olmalarıdır. Küresel finans piyasaları ile yüksek düzeyde entegre olan bu tip ülkelerde düzenlemeler ne kadar zayıfsa, riske duyarlılık o kadar yüksek olur ve küresel koşullardan etkilenme dereceleri de o kadar artar.

2008 yılının sonlarına doğru, gelişmekte olan ülkelere hükümetler ve özel teşebbüsler tarafından kredi almak neredeyse durma noktasına gelmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin tahvil piyasalarında risk primlerinde ve faiz oranlarında kayda değer bir artış yaşanmıştır. 2008 yılının ilk dokuz ayında Brezilya 13 milyar ABD doları, Arjantin 20 milyar ABD doları, Meksika ve Venezuela 19 milyar ABD doları sermaye çıkışı yaşanmıştır. Yatırımcılar fonlarını düşük riskli ülkelere transfer etmiş, planlanan devralmalar ertelenmiş veya iptal edilmiştir. Kredi sıkışıklığı, bu tür projelerin finansmanını giderek zorlaştırmıştır.

Sonuç olarak, gelişmekte olan ülkelere sadece portföy ve doğrudan yatırım akışları önemli ölçüde azalmakla kalmamış, ticari banka kredileri ve banka dışı finansman da azalmıştır. Yabancı sermayenin çekilmesi, beklendiği gibi GOÜ'lerde para birimlerinin değer kaybetmesine yol açmıştır (Gurtner; 2010).

Özetle 2008 yılında yaşanan küresel kriz finansal kırılganlıkları olan GOÜ'lerde, yabancı sermaye çıkışlarına yol açmıştır.

Mevcut kriz ABD'de ortaya çıkmasına karşın dünyaya hızlı bir şekilde yayılmış reel ekonomiyi, ekonomik büyümeyi, işsizlik ve dolayısıyla uluslararası ve ulusal

finansal sistemle ilgili önemli yan etkiler yaratmıştır. Kriz finansal piyasalarla sınırlı kalmamış, reel ekonomik faaliyet üzerinde büyük bir etkiye yol açmıştır.

Yoğun piyasa küreselleşmesi nedeniyle ulusal ekonomilerin arasında artan karşılıklı bağımlılık, krizin ABD'den büyük ya da küçük farklı ülkelere hızla yayılmasını sağlamıştır.

Gelişmekte olan ekonomilerde iç piyasa krizi yaratan finansal küresel türbülansların aktarım kanalları aşağıdaki tabloda verilmiştir (Fîrtescu, 2012; 491)

Tablo 6: Kriz Kanalları

Kriz Kanalı	Küresel Boyutta Krizin Aktarımı ve Bulaşma
Bankacılık Krizi	Bankacılık krizi, küresel ekonomik büyümeyi önemli ölçüde azaltmaktadır. GÜ ekonomilerinin faaliyetlerinin yavaşlaması GOÜ ihracatını olumsuz etkiler. Böylece, bu ülkelerin döviz kazancı dolayısıyla borçlarını ödeme kapasiteleri düşer.
(Küresel) Finans merkezlerinin bankacılık krizi	Kredi piyasalarındaki daralmalarla bağlantılı olarak, GOÜ'lerdeki ekonomik koşullardan bağımsız, bu ülkelere yönelik sermaye girişleri azalır. Böylelikle bu ülkelerde ekonomik faaliyetler daralır ve devlet kaynaklarının azalması ile borçlar, bütçe üzerinde daha fazla yük oluşturur.
Dünya emtia fiyatları	Ekonomik büyüme hızının azalması, dünya emtia fiyatlarının düşmesine bu yolla da ihracat karlarının düşmesine yol açar. Bu durumda üreticilerin borçlarını ödeme kapasitesi düşer.

Krizin GÜ'lerden GOÜ'lere aktarılmasının kilit kanallarından biri özel sermaye akımlarıdır. Hem sermaye akımlarının miktarı hem de maliyetleri yoluyla kriz yayılır.

1990'lı yıllarda yaşanan GÜ kriz deneyimleri nedeniyle söz konusu ülkelerin sermaye hareketlerinden kaynaklanan hızlı bozulmaya karşı geçmişe nazaran daha hazırlıklı oldukları söylenebilir. 2008 krizi ile bu ülkelerin birçoğunun geçmişe göre çok daha yüksek döviz rezervlerine ve daha düşük dış borç seviyelerine sahip olmaları sermaye çıkışlarını sınırlandırmıştır. Ancak, GOÜ'lerin büyüyen yurtiçi sermaye piyasalarına yapılan portföy yatırımlarının oynaklığı ve hızla büyüyen türev piyasa ürünlerinin kullanımını ile yapılan bir ticaret olan carrytrade'in azalması yeni kırılganlık kaynakları yaratmıştır. Ayrıca, GOÜ'lerde bankacılık sektöründe artan yabancı mülkiyeti krizin aktarım gücünü artırmıştır. GOÜ ve geçiş dönemindeki ülkelerdeki iştiraklerine, zayıf konumlarını güçlendirmek için, merkezi birim tarafından kullandırılan krediler yeni bir kırılganlık kaynağı olabilmektedir.

Küresel mali krizin etkisi, uluslararası özel sermaye piyasalarına daha az entegre olan düşük gelirli ülkelere göre, gelişmekte olan piyasalar için daha şiddetli olmuştur. Örneğin, düşük gelirli Afrika ülkeleri krizden daha az etkilenmiş olmakla birlikte bazı Sahra altı Afrika ülkelerinin yapmaya başladıkları tahvil ihraçları gerçekleşmemiştir. Özellikle merkezi ve Doğu Avrupa geçiş ekonomileri önemli derecede etkilenmiştir. Bu ülkelerde varolan büyük cari açıkların yarattığı olumsuz beklentiler ve/veya yurtiçi finansal sistemin yüksek kırılganlığı özel sermaye akışlarının hızla geri çekilmesine yol açmıştır. Doğu ve Güney Asya'daki portföy akışlarının tersine dönüşü miktar olarak beklenmedik düzeyde yüksek boyutlarda gerçekleşmiştir. Örneğin, Güney Kore için Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF), yabancı yatırımcılar tarafından 2008 yılında net 45 milyar dolarlık devasa bir para çekildiğini tahmin etmektedir. Bu süreçte Hindistan ve Tayvan gibi ülkeler için de negatif portföy yatırım akışları görülmüştür. Latin Amerika'da, Brezilya ve Meksika'da türev piyasalardaki kayıplar ve carrytrade'in durması krizin ilk etkileri olarak görülmüştür.

2008 sonlarında uluslararası sermaye piyasalarında tahvil ihraçlarının kesintiye uğraması ve bankalar arası kredi işlemlerindeki azalmalar bu finans kanallarına bağımlı olan ülkeleri etkilemiştir. Brezilya gibi bazı ülkeler, uluslararası özel ticaret kredi hatlarına erişimi olmayan ihracatçıları destekleyerek döviz rezervlerini iyi bir şekilde kullanabilmişlerdir. Ancak, IIF rakamlarına göre, gelişmekte olan piyasalara yönelik 2007 yılında 410 milyar dolar olan banka kredileri 2008 yılında 167 milyar dolara düşmüştür.

Küresel krizin DYY akışları üzerine etkisi nispeten daha istikrarlı olmuştur. Ancak son derece sorunlu sermaye akışlarının bir diğer kategorisi olan yatırım (mutualfunds) ve hedge fonlar gibi banka dışı kaynaklardan gelen net akışlar bu dönemde GOÜ'leri olumsuz etkilemiştir. Sanayileşmiş ülke yatırım fonlarının geri çekilmesi ve Temmuz 2008'den bu yana carrytrade'in düşmesi, yükselen ekonomilerdeki yüksek getirili varlıklardan gelişmiş ülkelerin para birimine dönüşe yol açmıştır. Bu durum önemli cari işlemler fazlası veren GOÜ paraları üzerinde dahi olumsuz etkilere neden olmuştur (Griffith-Jones ve Ocampo, 2009: 5-7).

Uluslararası sermayenin her çeşidi giriş yapacağı ülkeleri seçerken elde edeceği getiriye ve ekonomide riskleri dikkate alır. İstikrarlı bir ekonomik yapı yatırımcı için bir takım güvenceler anlamındadır. Ancak gerek mal gerekse finans

piyasalarının entegrasyonun bu kadar yüksek olduğu bir dönemde istikrar arayan uluslararası sermaye bazen istikrarsızlığın da kaynağı olabilmektedir.

Sermaye hareketleri ile ilgili gerçekleştirilen çalışmalar, yabancı sermayenin ev sahibi ülke ekonomisi üzerine etkileri ve yabancı sermayenin belirleyicileri üzerinedir. Sermaye hareketlerinin belirleyicileri kapsamında yapılan çalışmalarda politik, ekonomik ve toplumsal değişkenlerden oluşan çok sayıda faktör ele alınmıştır. Bu çalışmada dünyada ve Türkiye’de sermaye hareketlerinin belirleyicileri üzerine gerçekleştirilmiş çalışmalar incelenmiştir.

2.5. LİTERATÜR TARAMASI

Dasgupta ve Ratha (2000) gelişmekte olan ve düşük gelirli ülkelere gelen sermaye akımlarını belirleyen faktörleri Panel Veri Analizi ile 1978-1997 dönemi için itici ve çekici faktörler bağlamında değerlendirmiştir. Portföy yatırımlarının cari işlemler açığında meydana gelen artış ile birlikte hareket ettiğini, DYY’lerin ise kişi başına düşen gelir ve ekonomik büyüme ile birlikte hareket ettiğini belirtmiştir.

Yol ve Teng (2009) DYY’lerin Malezya ekonomisi için yurtiçi belirleyicileri Hata Düzeltme Modeli ile 1975-2006 dönemi için tahmin etmeye çalışmış ve DYY’lerin reel döviz kurundan, GSYİH büyümesinden ve altyapıdan pozitif, ihracattan ise negatif etkilendiğini belirtmiştir.

Zekiwoş (2012) ise Afrika ülkeleri için DYY’lerin belirleyicilerini ticari açıklık, GSYİH, enflasyon ve DYY’lerin bir dönem gecikmeli değerleri olarak tespit etmiştir. Azam ve Lukman (2010), Hindistan, Endonezya ve Pakistan için DYY’lerin belirleyicilerini 1971-2005 dönemi için En Küçük Kareler yöntemi ile tahmin etmiştir. Piyasa büyüklüğü, dış borç, ticari açıklık, yurt içi yatırımlar ve fiziksel altyapı DYY’lerin önemli belirleyicileri olarak tahmin edilmiştir.

Arık, Akay ve Zambak (2014) ise Latin Amerika ve Asya ülkelerine giden portföy yatırımlarının 1988-1992 dönemi için belirleyicilerini eşbütünleşme tekniği kullanarak itici ve çekici faktörler bağlamında değerlendirmiştir. Portföy yatırımlarının uzun dönemde hem itici hem de çekici faktörler tarafından açıklandığını belirtmiştir.

Kar ve Tatlıöz (2008) tarafından yapılan çalışmada, 1980-2003 dönemi için Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı sermaye hareketlerini etkileyen faktörleri belirlemek için EKK yöntemi kullanılmıştır. Elde edilen bulgular finansal istikrarsızlık göstergesi olarak alınan uluslararası net rezervlerin DYY'leri pozitif, reel döviz kurunun ise negatif yönde etkilediği yönündedir.

Karhan (2019) tarafından Türkiye'de 2005Q4 – 2018Q3 dönemi için portföy yatırımlarının finansal istikrar ve finansal gelişmişliğe olan duyarlılığı analiz edilmiştir. Portföy yatırımlarının açıklayıcı değişkeni olarak finansal istikrar indeksi ve kredilerin GSYH 'ye oranı alınmıştır. Kayan pencereler regresyon analizi ile, finansal gelişmişliğin portföy yatırımları üzerindeki etkisinin konjontüre bağlı olarak değiştiği, finansal istikrarın ise pozitif olduğu tespit edilmiştir.

Aksu vd. (2018) 2007-2015 dönemi için finansal istikrar ve doğrudan yabancı yatırım ilişkisini inceleyen çalışmalarında, açıklayıcı değişken olarak, yazarlar tarafından oluşturulan, altı farklı alt endeksten ve otuz dört göstergeden oluşan finansal istikrar indeksi kullanmışlardır. Granger nedensellik testi sonuçlarına göre doğrudan yabancı sermayeden finansal istikrara doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunmuştur.

Koyuncu (2010) çalışmasında Türkiye'de 1990-2009 dönemi için makroekonomik göstergelerin DYD üzerindeki etkilerini Yapısal Var analizi ile test etmiştir. Elde edilen bulgular DYD'nin kendisinin bir önceki dönem değerinden, GSYH, ticari dışa açıklık ve net uluslar arası rezervlerdeki değişimlerden anlamlı derecede etkilendiği yönündedir.

Zeren ve Ergun (2010) AB ülkelerine yönelik DYD'lerin belirleyenlerini dinamik panel veri ile test etmişlerdir. Analiz dönemi 1995–2007 aralığı olan çalışmada AB ülkeleri için DYD üzerinde GSYH, dışa açıklık oranı ve kalkınma seviyesinin pozitif, cari işlemler dengesi ve brüt sermaye birikiminin ise negatif etkisi belirlenmiştir.

Nur ve Dilber (2017) gelişmekte olan 18 ülke için 1996–2014 döneminde DYD'lerin belirleyeni olarak 12 değişkeni panel veri ile test etmişlerdir. Elde edilen bulgular toplam işgücü ve hukukun üstünlüğünün DYY girişleri üzerinde pozitif, borç stoku, gayri safi sabit sermaye ve altyapının ise negatif etki yarattığı şeklindedir.

Boğa (2017) finansal kırılganlıkların GOÜ yabancı sermaye girişleri üzerindeki etkisini panel veri analizi ile 1992-2014 dönemi için test etmiştir. Analize konu olan ülkeler Meksika, Arjantin, Brezilya, Tayland, Rusya ve Türkiyedir. Reel efektif döviz kuru ve M2/Rezervler rasyosu ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında ters, reel efektif döviz kuru ve yurt içi kredi büyümesi ile portföy yatırımları arasında ise pozitif bir ilişki bulunmuştur. Aynı zamanda Boğa, değişkenlerin modelleri açıklama gücünün zayıf olması nedeniyle GOÜ'lerde finansal kırılganlığın DYD'leri etkilemediğini ifade etmiştir.

Bal ve Akça (2019) çalışmalarında Doğu Asya ve Pasifik ülkeleri için DYD'lerin belirleyenlerini panel veri ile test etmişlerdir. Analiz dönemi 2000-2013 yılları arası olup net doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının piyasa hacmine, ticari serbestleşmeye ve yığılma etkisine (daha önce yapılan yatırım miktarın) duyarlı olduğu belirlenmiştir.

Özcan ve Arı (2010) tarafından 1994–2006 dönemi için 27 OECD ülkesinde DYY'nin belirleyenlerini, dinamik panel veri analizi yöntemiyle test edilmiştir. Çalışmada GSYH büyüme hızı, altyapı düzeyi ve enflasyonun DYD'yipozitif, açıklık ve cari dengenin ise negatif yönde etkilediği belirlenmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRARIN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER YÖNELİK ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ ÜZERİNE ETKİSİ: PANEL VERİ ANALİZİ

3.1. PANEL VERİNİN TEMEL KAVRAMLARI

Panel veri N (kesit) sayıda birime ait yatay kesit gözlemleri ve her bir yatay kesitin eşleştiği belli bir dönemde elde edilmiş olan T (zaman) sayıda gözlemin bir araya getirilmesiyle olan veri türüdür (Tatoğlu, 2016: 2).

Panel veri, hem zaman serisi hem de kesit veri özellikli olduğu için bu noktada önemli hale gelen bazı kavramlar söz konusu olmaktadır. Bu kavramlardan birincisi, panel veri setinde ortaya çıkan veri noksanlığı (eksikliği) ile alakalıdır. Her bir kesit için gözlem süresi birebirse bu tip panel veri setlerine dengeli panel; bazı gözlemler eksikse (noksansa) dengesiz panel denilmektedir (Gujarati, 2016: 406).

Yatay kesitleri meydana getiren birimlerin sayısının dönem (zaman) sayısından büyük olması halinde “kısa panel”, tam tersi durum mevcutsa “uzun panel” söz konusu olmaktadır (Gujarati, 2016, 406). Kısa ya da uzun panel veri setiyle çalışıyor olmak analiz teknikleri seçiminde oldukça önem arz etmektedir (Altaylar, 2019: 51).

3.2. BİRİMLER ARASI KORELASYON

Paneli veri setini oluşturan yatay kesitlerin (örnek: ülkeler, firmalar, hanehalkı vb.) arasında meydana gelen etkileşim olarak tanımlanan birimler arası korelasyon veya yatay kesit bağımlılığı, zaman serilerinde gözlemlenen seri korelasyonun bir benzeri olarak kabul edilebilmektedir. Aynı sektörde faaliyet halinde olan firmalar, bireyler arasındaki davranışsal etkileşimler ya da bir topluluktaki tüketiciler birimler arası korelasyonun görülmesi muhtemel örneklerdir. Birimler arası korelasyon, En Küçük Kareler (EKK)’de verimliliğin kaybına neden olmaktadır. Bu nedenle bir panel veri analizinde, birimler arası korelasyon varlığını mutlak suretle sınamak gerekmektedir (Baltagi ve Kao, 2012: 137).

3.2.1. Birimler Arası Korelasyon Testleri

Panel veri analizi uygulamalarında, literatürde yer alan birçok birimler arası korelasyon testinden hangisinin seçileceğine, panel veri setinin zaman (T) ve birim (N)

boyutunun birbirine göre olan durumu baz alınarak karar verilmektedir. Pesaran (2004) CD birimler arası korelasyon testinin, birim boyutunun zaman boyutundan büyük olduğu durumlarda, Breusch-Pagan (1980) LM birimler arası korelasyon testinin ise zaman boyutunun birim boyutundan uzun olduğu durumlarda kullanılması önerilmektedir. Birimler arası korelasyon sorunu hem değişken bazında hem de tahminlenen regresyon modelinde ortaya çıkabilmektedir. Değişkenlerin analizinde, birimler arası korelasyon testlerinin aracılığıyla, bu sorunun varlığına dair bir kanıt bulunursa, bu yapıyı dikkate alan ikinci nesil panel birim kök testleri ile analize devam edilmesi gerekmektedir (Baltagi, 2008:284). Ancak birimler arası korelasyonun olmadığı yönünde bir sonuç elde edilirse, bu durumda birinci nesil panel birim kök testlerinin kullanılması daha uygun olmaktadır (Tatoğlu, 2017: 105).

3.2.1.1. Breusch ve Pagan (1980) LM Birimler Arası Korelasyon Testi

Ekonometri literatüründe, birimler arası korelasyonu sınımaya yönelik olarak geliştirilen birçok test bulunmaktadır. N (birim) sabit ve $T \rightarrow \infty$ (zaman) durumunda, Breusch ve Pagan (1980) LM testi, paneldeki birimler arası korelasyonu sorununu test etmek için kullanılmaktadır. Ayrıca bu testin $N \rightarrow \infty$ durumlarında kullanılmasının uygun olmadığı belirtilmektedir (Boğa, 2019). Breusch ve Pagan (1980) LM birimler arası korelasyon testine ait temel hipotez; $H_0: \rho_{ij} = 0$ ve $i \neq j$ şeklinde gösterilmekte olup her bir birimden/kesitten elde edilen kalıntıların arasında korelasyon olmadığını ifade etmektedir. Breusch Pagan LM testine ait test istatistiği ;

$$LM_{BP} = T \sum_{i=1}^{n-1} \sum_{j=i+1}^n \hat{\rho}_{ij}^2 \quad (3.1)$$

şeklinde elde edilmektedir. Denklem (3.1)'de, ρ_{ij} artıkların korelasyon katsayısına karşılık gelmektedir ve;

$$\hat{\rho}_{ij} = \frac{\sum_{t=1}^T e_{it} e_{jt}}{(\sum_{t=1}^T e_{it}^2)^{1/2} (\sum_{t=1}^T e_{jt}^2)^{1/2}} \quad (3.2)$$

denklem (3.2)'de gösterildiği şekilde hesaplanmaktadır (Baltagi, Feng and Kao, 2012: 137).

3.2.1.2. Pesaran, Ullah ve Yamagata (2008) Sapması Düzeltilmiş LM Birimler Arası Korelasyon Testi

Birimler arası korelasyonun tespit etmek amacıyla kullanılan bir diğer test ise Pesaran, Ullah ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilen sapması düzeltilmiş LM_{adj} birimler arası korelasyon testidir.

$$LM_{adj} = \sqrt{\left(\frac{2}{N(N-1)}\right) \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N T \hat{\rho}_{ij} \frac{(T-k)\hat{\rho}_{ij} - \mu_{Tij}}{\sqrt{v_{Tij}^2}}} \quad (3.3)$$

(3.3) numaralı eşitlikte k bağımsız (açıklayıcı) değişkenlerin sayısı, μ_{Tij} , $(T-k)\hat{\rho}_{ij}^2$ 'nin ortalaması ve $v_{Tij}^2(T-k)\hat{\rho}_{ij}^2$ 'nin varyansıdır. LM_{adj} testine ait temel ve alternatif hipotezler sıralı olarak:

$$H_0 = \text{Birimler arası korelasyon yoktur} \quad (3.4)$$

$$H_1 = \text{Birimler arası korelasyon vardır} \quad (3.5)$$

şeklinde kurulmaktadır. Aynı zamanda test istatistiği, asimptotik olarak normal dağılıma uygunluk sağlamaktadır (Pesaran vd. 2008: 108).

3.3. PANEL BİRİM KÖK TESTLERİ

Paneli meydana getiren yatay kesitlerin (birimlerin) birbirleriyle olan ilişkilerine göre birim kök testleri, literatürde, birinci nesil ve ikinci nesil panel birim kök testleri olarak iki gruba ayrılmaktadır. Birinci nesil testlerde, paneli meydana getiren birimlerin bağımsız olduğu (söz konusu birimler arasında korelasyonun var olmadığı) varsayımı bulunmaktadır. Birinci nesil panel birim kök testlerinden sıklıkla tercih edilenler arasında, Maddala ve Wu (1999), Levin, Lin ve Chu (2002), Hadri (2000), Im, Pesaran ve Shin (IPS, 2003) testleri yer almaktadır. Ancak uygulamada çoğu kesit birbiriyle etkileşimlidir. Bu sebeple, incelenen birimlerin arasında sıklıkla korelasyon sorunuyla karşılaşmaktadır. Bu eksiklik, birimlerin arasındaki bağıllık dikkate alınarak birim kök analizi yapabilen ikinci nesil birim kök testlerinin geliştirilmesine katkıda bulunmuştur. İkinci nesil testlerde bulunan temel özellik, birimlere (kesitlere) ait serilerin arasında korelasyon bulunduğu varsayımdır. İkinci nesil

birim kök testleri içerisinde yer alan, Bai ve Ng (2004), Taylor ve Sarno (1998) MADF, Pesaran (2007) CIPS birim kök testleri ve Hadri ve Kurozumi (2012) panel durağanlık testi sıklıkla uygulanmaktadır (Pesaran, 2007: 266; Çiğdem ve Altaylar, 2020: 271).

3.3.1. Birinci Nesil Panel Birim Kök Testleri

Birinci nesil panel birim kök testleri, incelenen değişkende birimler arası korelasyon olmadığı varsayımıyla çalışmaktadır (Chen ve Lu, 2003: 343). Bu çalışmada, birinci nesil panel birim kök testlerinden Levin, Lin ve Chu (2002) tarafından geliştirilen panel birim kök testi tercih edilmiş ve bu teste ait teorik detaylara yer verilmiştir.

3.3.1.1. Levin, Lin ve Chu (2002) Panel Birim Kök Testi

Levin ve Lin (1992, 1993) ve daha sonra Levin, Lin ve Chu (LLC) (2002) tarafından geliştirilen panel birim kök testinde aslında (3.6) numaralı eşitlikte gösterilen Augmented Dickey-Fuller (ADF) tipi bir yardımcı regresyon modeli temel alınmaktadır:

$$\Delta y_{it} = \rho y_{it-1} + \sum_{k=1}^{p_i} \beta_{ik} \Delta y_{it-k} + z_{it} + u_{it}, \quad i = 1, 2, \dots, N \text{ ve } t = 1, 2, \dots, T \quad (3.6)$$

(3.6) numaralı denklemde, ρ otokorelasyon katsayısına karşılık gelmekte olup birimlere göre değişmediği (homojen) varsayılmakta, N yatay kesitleri, T zaman boyutunu, z_{it} sabit etkileri ve u_{it} ise modelin artıklarını ifade etmektedir. Levin, Lin ve Chu (2002) tarafından literatüre sunulan panel birim kök testinde üç farklı spesifikasyonda birim kök hipotezi sınanmaktadır:

$$z_{it} = 0 (\text{sabit terim ve trendsiz model}) \quad (3.7)$$

$$z_{it} = \mu_i (\text{sabit terimli model}) \quad (3.8)$$

$$z_{it} = \mu_i + \gamma_i (\text{sabit terimli ve trendli model}) \quad (3.9)$$

LLC testinin temel ve alternatif hipotezleri ise:

$$H_0: \rho = 0 (\text{birim kök vardır}) \quad (3.10)$$

$$H_1: \rho < 0 (\text{birim kök yoktur}) \quad (3.11)$$

şeklinde. LLC panel birim kök testi hem dengeli hem de dengesiz panellere uygulanabilmekte olup H_0 varsayımı altında ρ 'nun HEKK tahmincisi standart normal dağılıma

uygunluk göstermektedir. Bu durumda, LLC panel birim kök testi aslında ADF testinin havuzlanmış bir versiyonu gibi düşünülebilmektedir (İşcanoğlu Çekiç ve Gültekin, 2019: 105).

3.3.2. İkinci Nesil Panel Birim Kök Testleri

Panel veri analizinde, değişkenlerde birimler arası korelasyonun bulunmadığı varsayımı, oldukça katı bir kısıtlamadır. Bu nedenle, birimler arası korelasyon varken de dirençli sonuçlar üretebilen ikinci nesil panel birim kök testleri geliştirilmiştir. Birimler arası korelasyon farklı yaklaşımlarla test sürecine ilave edilmektedir. Örnek olarak, paneli oluşturan kesitlerin bireysel serilerinden yatay kesit ortalaması hesaplanması ve bütün serilerden hesaplanan ortalamaların çıkarılmasıdır ki bu şekilde birimler arası korelasyonun etkisi azaltılmaktadır (Levin, Lin ve Chu, 2002: 14). Ancak bu yaklaşımın eşzamanlı korelasyonu ortadan kaldırmadığı da belirtilmektedir. Bir diğer yaklaşım da birimler arası korelasyonun faktörler vasıtasıyla modele dâhil etmeyi savunan yaklaşımdır. Örneğin, Pesaran CIPS (2007) tarafından geliştirilen panel birim kök testinde ve Bai ve Ng (2002, 2004) tarafından geliştirilen panel birim kök testlerinde de birimler arası korelasyon, faktörler aracılığıyla yardımcı regresyon modellerine dahil edilir (Tatoğlu, 2017: 87; İşcanoğlu, Çekiç ve Gültekin 2019: 109-115).

Birimler arası korelasyon testlerinin aracılığıyla, birimler arası korelasyonun varlığına dair bir kanıt bulunursa, bu sorunun varlığını dikkate alan ikinci nesil panel birim kök testleri ile birim kök ve durağanlık analizlerinin gerçekleştirilmesi gerekmektedir (Baltagi, 2008:284).

3.3.2.1. Hadri ve Kurozumi Panel KPSS Durağanlık Testi

Hadri ve Kurozumi (2012) tarafından geliştirilmiş olan panel KPSS durağanlık testi, Hadri (2002) tarafından geliştirilmiş olan panel durağanlık testinin birimler arası korelasyonvarlığında çalışan versiyonu sayılmaktadır. Bu panel durağanlık testinde, Pesaran (2007)'ın yaklaşımı temel alınarak ortak faktörlerin etkisini elimine etmek amacıyla yatay kesitlerden ortalamalar çıkarılmaktadır. Hadri ve Kurozumi (2012) panel durağanlık testinde,

$$y_{it} = Z_t' \delta_i + r_{it} + u_{it} \quad (3.12)$$

$$r_{it} = r_{it-1} \text{ ve } u_{it} = f_t \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (3.13)$$

şeklinde bir veri üretme süreci temel alınmakta ve durağanlık temel hipotezi durağan dışılık alternatif hipotezine karşı sınanmaktadır:

$$H_0: \rho = 0 \text{ (değişken durağandır)} \quad (3.14)$$

$$H_1: \rho > 0 \text{ (değişken durağan değildir)} \quad (3.15)$$

gibi gösterilmektedir. Yatay kesitlerin ortalamaları alınıp modele dâhil edildiğinde ise;

$$y_{it} = Z_t' \tilde{\delta}_i + \tilde{\gamma}_i \bar{y}_t + \epsilon_{it} \quad (3.16)$$

(3.16) numaralı denklem elde edilir ve bu denklemde, $\hat{\delta}_i = \delta_i - \tilde{\gamma}_i \bar{\delta}$, $\tilde{\gamma}_i = \gamma_i / \bar{\gamma}$ ve $\epsilon_{it} = r_{it} - \tilde{\gamma}_i \bar{r}_t + \epsilon_{it} - \tilde{\gamma}_i \bar{\epsilon}_t$ kısaltmaları yapılır. Her bir birim (i) için, y_{it} 'nin Z_t ve $\bar{y}_t$ ile regresyonu alınır ve test istatistiği:

$$Z_A = \frac{\sqrt{N}(\overline{ST} - \xi)}{\zeta} \quad (3.17)$$

(3.17) numaralı denklemdeki gibi elde edilmektedir. LM testi istatistiğinin ortalaması alınıp normalleştirildiğinde ise:

$$Z_{LM} = \frac{\sqrt{N}(\overline{LM} - \xi)}{\zeta} \quad (3.18)$$

(3.18) numaralı denklemde gösterildiği şekilde Z_{LM} istatistiği hesaplanmaktadır (Tatoğlu, 2017: 91).

3.4. PANEL VERİ MODELLERİNDE EĞİM PARAMETRESİNİN HOMOJENLİĞİ

Panel veri analizinde, parametrelerin (eğimlerin) homojen/heterojen varsayılması tahmin yöntemlerindeki teorik farklılıkları da beraberinde getirmektedir. Regresyon parametreleri istatistiksel olarak anlamlı ve kendine has özellikler gösteriyorsa bu farklılıkların dikkate alındığı tahmincilerin seçilmesi gerekmektedir. Ancak istatistiksel olarak, modelin eğim katsayısı tek bir parametreyle ifade edilebilecekse, bu durumda söz konusu katsayılar homojen tahmin yöntemleri ile ortalama birer katsayı olmak suretiyle temsil edilebilmektedir (Tatoğlu, 2017:2).

3.4.1. Pesaran ve Yamagata (2008) Delta Eğim Homojenliği Testi

Swamy (1970), tesadüfi katsayılar tahmincisini EKK'ye karşı test etmek için gerçekleştirdiği çalışmasında ilk kez eğim homojenliğini de test etmiştir. Pesaran ve Yamagata (2008) ise Swamy (1970)'nin modelini geliştirerek panel veri modellerinde eğim homojenliğini/heterojenliğini incelemek üzere delta testini geliştirmişlerdir. Pesaran ve Yamagata (2008)'nin bu testinde büyük örneklem için $\hat{\Delta}$ test istatistiği, küçük örneklem için ise $\tilde{\Delta}$ test istatistiği olmak üzere iki farklı istatistik değeri önerilmiştir. Delta testine ait yardımcı regresyon modeli:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_i x_{it} + u_{it} \quad (3.19)$$

şeklinde dir. (3.19) numaralı denklemde β eğim katsayılarını ve x_i bağımsız/açıklayıcı değişkenleri ifade etmektedir. Büyük ve küçük örneklem için önerilmiş olan test istatistikleri ise sırasıyla:

$\hat{\Delta} = \sqrt{N} \frac{N^{-1} \tilde{s} - k}{\sqrt{2k}}$	(3.21)
--	--------

$$\tilde{\Delta}_{adj} = \sqrt{N} \frac{N^{-1} \tilde{s} - E(\tilde{Z}_{it})}{\sqrt{Var(\tilde{Z}_{it})}} \quad (3.22)$$

olarak hesaplanmaktadır. (3.22) numaralı denklemde, N kesit sayısını; S, Swamy (1980)'nin geliştirdiği test istatistiğini; k ise bağımsız değişken sayısına karşılık gelmektedir. Delta teste ait temel ve alternatif hipotezler:

$$H_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_n = \beta \quad (\text{eğim homojendir}) \quad (3.23)$$

$$H_1 = \beta_1 = \beta_2 \neq \beta_n \quad (\text{eğim homojen değildir}) \quad (3.24)$$

şeklinde gösterilmektedir. Hesaplanan test istatistiği değeri, kritik değerden büyük olduğunda temel hipotez reddedilecek ve eğim heterojenliği olduğu anlaşılabacaktır (Pesaran ve Yamagata, 2008: 52-57).

3.5. PANEL REGRESYON MODELİ TAHMİNCİLERİ

Panel regresyon modelini tahminleme aşamasına geçmeden önce tıpkı panel birim kök testi seçimi aşamasında olduğu gibi, birtakım kavramları göz önünde bulundurmak gerekmektedir. Eğer araştırılan model homojen eğimlere sahipse, tercih edilebilecek tahminciler sabit ve tesadüfi etkiler, HEKK gibi tahminciler olabilir.

3.5.1. Eğimi Homojen Panel Regresyon Modelleri

Panel veri analizinde, eğim katsayısının (eğim parametresinin) birimlere göre değişmediği modeller için homojen (homojen eğimli) model nitelendirmesi yapılmaktadır. Panel regresyon modellerinin tahminlenmesinde, homojen eğim varsayımı bulunan ve sıklıkla kullanılan sabit ve tesadüfi etkiler tahmincileridir. Genellikle örnek, birim sayısı büyük olan bir popülasyondan tesadüfi olarak çekilmişse tesadüfi etkiler; belirli özellikler göz önüne alınarak gerçekleştirilen bir çekim var ise de sabit etkileri düşünmek mantıklı olabilmektedir (Tatoğlu, 2017: 79).

3.5.1.1. Sabit Etkiler Modeli

Sabit etkiler modelinde, açıklayıcı değişkenler ve birim etkiler (gözlemlenemeyen etkiler) arasındaki korelasyonun sıfırdan farklı olmasına izin verilebilmektedir. Ancak bağımsız değişkenlerin hata terimleri ile olan korelasyonu sıfır kabul edilmektedir. Sabit etkiler modeli temel olarak:

$$y_{it} = \beta_{0i} + \sum_{k=1}^K \beta_k x_{kit} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T \quad (3.25)$$

$$y_{it} = \beta_{0it} + \sum_{k=1}^K \beta_k x_{kit} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T \quad (3.26)$$

şeklinde gösterilebilmektedir. (3.26) numaralı denklemde eğim parametresi olan β_k tüm birimler için aynı iken (yani $\beta_k = \beta$), sabit parametre (β_{0i}) birim etkiyi içermesi nedeniyle birimden birime (kesitten kesite) değişim göstermektedir (Tatoğlu, 2017: 80).

3.5.1.2. Tesadüfi Etkiler Modeli

Tesadüfi etkiler modelinde, açıklayıcı değişkenler ve birim etki arasındaki korelasyonun sifıra eşit olduğu varsayılmaktadır. Diğer bir deyişle, sabit etkiler modelindeki gibi esnek bir yapı (sabit etkiler modelinde korelasyonun sıfırdan farklı olmasına izin verilmekteydi) bulunmamaktadır. Tesadüfi etkiler modeli;

$$y_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^K \beta_k x_{kit} + v_{it} \quad (3.27)$$
$$v_{it} = u_{it} + \mu_i$$

$$y_{it} = \beta_{0it} + \sum_{k=1}^K \beta_k x_{kit} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T \quad (3.28)$$

şeklinde gösterilmektedir. Tesadüfi etkiler modelinde, katsayılar stokastik süreçten bir parça gibi davranılmaktadır (İşçanoğlu Çekiç ve Gültekin, 2019: 38).

3.6. VERİ SETİ

Bu bölümde, araştırma kapsamında incelenen makroekonomik ve finansal değişkenlerin kaynağına, dönem aralığına, veri sıklığına ilişkin ön bilgiler verilmiş, aynı zamanda değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri de paylaşılmıştır.

Bu çalışmada, kullanılan seriler IMF, World Bank ve FRED veri tabanlarından 2008-2019 dönemi için yıllık alınmıştır.

Bu çalışma kapsamında, finansal kırılganlık göstergelerinin; Brezilya, Arjantin, Türkiye, Güney Afrika, Meksika, Hindistan ve Endonezya'ya yönelik doğrudan yabancı yatırımlar ile Brezilya, Türkiye, Güney Afrika, Meksika, Hindistan ve Endonezya'ya yönelik portföy yatırımları üzerine etkisini araştırmaya yönelik olarak iki regresyon modeline odaklanılmıştır. Bu modellerden ilki kapalı formda aşağıdaki gibi gösterilmektedir:

$$DYD = f(CA, EXT, NPL) \quad (3.28)$$

Regresyon modeli açık formda ise:

$$DyD_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CA_{it} + \beta_2 EXT_{it} + \beta_3 NPL_{it} + u_{it} \quad (3.29)$$

şeklindedir. Çalışmanın ilk modelinde, doğrudan yabancı yatırımların, cari açık/hasıla, dış borç/toplam rezervler ve batık krediler (npl)/toplam krediler ile olan ilişkisi araştırılmaktadır. İncelenen ikinci model kapalı formda aşağıdaki gibi gösterilmektedir:

$$PY = f(REDK, BORSA, CDS) \quad (3.30)$$

İkinci modelin açık formu ise:

$$PY_{it} = \alpha_0 + \beta_1 REDK_{it} + \beta_2 BORSA_{it} + \beta_3 CDS_{it} + u_{it} \quad (3.31)$$

şeklindedir. Çalışmanın ikinci modelinde portföy yatırımlarının, reel efektif döviz kuru, borsa getirisi ve ülke risk primi (CDS) ile olan ilişkisi araştırılmaktadır.

Tablo 7: Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler (Birinci Model)

Tanımlayıcı İstatistikler					
Değişkenler	Gözlem (TxN)	Ortalama	St. Sapma	En Küçük Değer	En Büyük Değer
DYD	84(12x7)	2.67E+10	2.39E+10	1.52E+09	1.02E+11
CA	84(12x7)	-2.45823	1.910715	-8.936	2.178
EXT	84(12x7)	47.57027	23.00647	14.40338	113.3463
NPL	84(12x7)	3.567268	1.643828	1.686767	9.98

Tablo 7’de araştırmanın ilk modelinin değişkenlerine ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Panel veri setinin, dengeli (kayıp gözlem yoktur) ve uzun panel (T>N; 12>7) özelliği sergilediği görülmektedir. Araştırmada, her ülkeye (sıralı olarak Brezilya, Güney Afrika, Türkiye, Hindistan, Meksika, Endonezya ve Arjantin) ilişkin doğrudan yabancı yatırımlar, cari açık, dış borç ve npl’ye ait 2008-2019 dönemleri arasında gerçekleşen yıllık veriler incelenmiştir.

Tablo 8: Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler (İkinci Model)

Tanımlayıcı İstatistikler					
Değişkenler	Gözlem (TxN)	Ortalama	St. Sapma	En Küçük Değer	En Büyük Değer
PY	72 (12x6)	273346	156945.2	45347.9	646495.1
REDK	72 (12x6)	89.44161	10.93542	61.529	109.957
BORSA	72 (12x6)	5.240339	39.27307	-64.137	130.0667
CDS	72 (12x6)	175.1417	77.21373	47.5	380

Tablo 8’de, araştırmanın ikinci modelinde yer alan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Panel veri setinin dengeli (eksik gözlem bulunmayan) ve uzun panel ($T > N$; $12 > 6$) özelliği sergilediği görülmektedir. Bu durum bilhassa önemlidir çünkü N ve T ’nin birbirine göre olan durumu panel veri analizinde yöntem seçimine yön vermektedir. Araştırmada her ülkeye (sıralı olarak Türkiye, Güney Afrika, Hindistan, Brezilya, Meksika ve Endonezya) ait portföy yatırımları, reel efektif döviz kuru, borsa ve ülke risk primine ait yıllık frekanslı veriler, 2008-2019 dönem aralığında incelenmiştir.

3.7. BİRİNCİ MODEL

Bu bölümde, (4.2) numaralı regresyon modeli ve bu modelin bağımlı değişkeni ve bağımsız değişkenlerine ilişkin analizler yer almaktadır.

3.7.1. Değişkenlerde Birimler Arası Korelasyonun Sınanması(*Birinci Model*)

Ekonometrik analizlerin başlangıcını, çalışmaya konu olan değişkenlerin birimler arası korelasyon analizleri oluşturmaktadır. Birimler arası korelasyonu tespit etmeye yönelik olarak Breusch ve Pagan LM birimler arası korelasyon testi ve sapması düzeltilmiş LM birimler arası korelasyon testi kullanılmıştır.

Tablo 9: Breusch-Pagan LM Birimler Arası Korelasyon Testi

Breusch-Pagan (1980) LM Testi (<i>değişkenler için</i>)		
Değişkenler	LM Test İstatistiği	Olasılık
DYD	19.53627	0.5508
CA	23.50106	0.3133
EXT	95.86647	0.0000*
NPL	44.00214	0.0023*

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 9’da araştırmanın makroekonomik ve finansal değişkenlerindeki birimler arası korelasyon varlığını sınamaya yönelik olarak gerçekleştirilen Breusch-Pagan LM testinin sonuçları yer almaktadır. Bu testin temel hipotezinde, ilgili

değişkende birimler arası korelasyon sorununun olmadığı belirtilmektedir. Dış borç ve npl ($\text{prob} < \alpha$ olduğundan) için temel hipotezin reddedildiği ve bu değişkenlerde birimler arası korelasyonun var olduğu anlaşılmaktadır. Ancak doğrudan yabancı yatırımlar için temel hipotezin reddedilemediği ($\text{prob} > \alpha$) görülmektedir. Sonuç olarak bu teste göre, dış borç ve npl için birimler arası korelasyon sorunu mevcutken doğrudan yabancı yatırımlar ve cari açık için bu sorunun varlığı söz konusu değildir.

Tablo 10: Değişkenler İçin Sapması Düzeltilmiş LM Birimler Arası Korelasyon Testi

Sapması Düzeltilmiş LM Testi (değişkenler için)		
Değişkenler	CD _{LM} Test İstatistiği	Olasılık
DYD	0.550917	0.5817
CA	1.404125	0.1603
EXT	11.23394	0.0000*
NPL	3.231132	0.0012*

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 10’da, değişkenlerindeki birimler arası korelasyon varlığını sınamaya yönelik olarak gerçekleştirilen sapması düzeltilmiş LM testinin sonuçları yer almaktadır. Testin temel hipotezi, ilgili değişkende birimler arası korelasyon sorununun olmadığını ifade etmektedir. Dış borç ve npl ($\text{prob} < \alpha$ olduğundan) için temel hipotezin reddedildiği ve bu değişkenlerde birimler arası korelasyonun var olduğu anlaşılmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar ve cari açık değişkenleri için ise ($\text{prob} > \alpha$) temel hipotez reddedilememektedir.

Tablo 9 ve Tablo 10’da sonuçları gösterilmiş olan birimler arası korelasyon testlerinden elde edilen bulgular birlikte değerlendirildiğinde, Breusch ve Pagan LM ve sapması düzeltilmiş LM testlerine göre dış borç ve npl değişkenlerinde birimler arası korelasyon sorunu mevcuttur. Doğrudan yabancı yatırımlar ve cari açık değişkenlerinde ise böyle bir sorunun kanıtlarına rastlanmamıştır.

Bu aşamada, dış borç ve npl’nin birim kök ve durağanlık analizi için, bu sorunun varlığında çalışabilen ikinci nesil testler ile analize devam edilmesi gerekmektedir. Araştırmanın diğer değişkenleri olan doğrudan yabancı yatırımlar ve cari açık değişkenleri için ise birim kök ve durağanlık analizlerini birinci nesil testler vasıtasıyla gerçekleştirmek mümkündür.

3.7.2. Birim Kök ve Durağanlık Analizi(Birinci Model)

Değişkenlerin birim kök ve durağanlık analizlerinden oluşan bu bölümde, birimler arası korelasyon sorunu bulunmayan cari açık ve doğrudan yabancı yatırım değişkenleri birinci nesil panel birim kök testlerinden olan Levin, Lin ve Chu (2002) panel birim kök testiyle analiz edilmiştir. Birimler arası korelasyon sorunu bulunduğu tespit edilen dış borç ve npl değişkenlerinin ise durağanlık analizi, ikinci nesil testler arasında yer alan Hadri ve Kurozumi (2012) panel durağanlık testi vasıtasıyla gerçekleştirilmiştir.

Tablo 11: Levin, Lin ve Chu (2002) Panel Birim Kök Testi

Levin, Lin ve Chu (LLC) Panel Birim Kök Testi Sonuçları		
Değişkenler	Sabit Terimli (t ist.)	Sabit Terimli ve Trendli (t ist.)
DYD	-6.96807 (0.0000)*	-6.62284 (0.0000)*
CA	-2.53778 (0.0056)*	-1.39399 (0.0817)***

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 11’de doğrudan yabancı yatırımlar ve cari açık değişkenlerine ilişkin Levin, Lin ve Chu (2012) panel birim kök testi sonuçları yer almaktadır. Teste ait temel hipotezde birim kök varlığı ifade edilmektedir. Hesaplanan istatistik değerleri incelendiğinde her iki değişken için de temel hipotezin reddedildiği görülmektedir. Dolayısıyla, LLC birim kök testine göre hem doğrudan yabancı yatırımlar hem de cari açık değişkenleri düzeyde durağandır.

Tablo 12: Hadri ve Kurozumi (2012) Panel Durağanlık Testi

Hadri ve Kurozumi (2012) Panel Durağanlık Testi Sonuçları		
Değişkenler	Sabit Terimli (t ist.)	Sabit Terimli ve Trendli (t ist.)
DYD	-0.532	0.751
CA	1.179	1.488

Not: a: 0.05 önem seviyesinde kritik değer 1.645’tir.

Tablo 12’de doğrudan yabancı yatırımlar ve cari açık değişkenlerinin durağanlığını analiz etmeye yönelik Hadri ve Kurozumi (2012) panel durağanlık testinin sonuçları gösterilmektedir. Bu teste ait temel hipotez, söz konusu değişkenin

durağan olduğu yönünde kurulmaktadır. Hesaplanan istatistik değerleri incelendiğinde (kritik değer 1.645), hem doğrudan yabancı yatırımlar hem de cari açık değişkenleri için temel hipotezin reddedilemediği görülmektedir. Dolayısıyla söz konusu iki değişkenin düzeyde durağan değişkenler olduğu anlaşılmıştır.

Tablo 11 ve Tablo 12 birlikte değerlendirildiğinde, araştırmaya konu olan değişkenlerin tamamının düzeyde durağan olduğu sonucu elde edilmektedir. Bu aşamada, (4.2) numaralı denklemin tahmini için ekonometrik açıdan bir sorun bulunmamakta, diğer bir deyişle düzeyde durağan olduğu tespit edilen değişkenlerin regresyonunun sahte regresyon olma ihtimali ortadan kalkmaktadır.

3.7.3. Eğim Homojenliğinin Test Edilmesi (*Birinci Model*)

Araştırmanın ilk modeli olan ve (4.2)'de gösterilen regresyonun tahminlenme aşamasına geçilmeden önce, bir panel veri modeli üzerinde çalışılmasından ileri gelen bazı özellikler ve sorunlar bulunmaktadır. Bu özelliklerden ilki, ilgili modelin homojen mi yoksa heterojen eğimlere (parametrelere) mi sahip olduğuyla ilgilidir. Eğimlerin homojen ya da heterojen olmasına göre panel regresyon tahmincileri farklılık göstermektedir. Dolayısıyla, uygun regresyon tahmincisini seçmeden önce eğim homojenliğinin mutlaka araştırılması gerekmektedir.

Tablo 13: Pesaran ve Yamagata (2008) Eğim Homojenliği Testi

Δ İstatistiği	Olasılık (Δ)
1.277	0.201

Tablo 13'de, (4.2) numaralı denklemde tanıtılan regresyon modeline ait parametrelerin homojen eğimlere sahip olup olmadığını sınamak amacıyla uygulanan Pesaran ve Yamagata (2008)'nin delta testi sonuçları yer almaktadır. Bu testin temel hipotezinde, eğimlerin homojenliği ifade edilmektedir. Delta istatistiğine ait olasılık değeri, önem seviyesinden küçük olmadığı için temel hipotez reddedilememektedir. Böylelikle modelde, eğimlerin tek bir katsayıyla temsil edilmesinin istatistiksel olarak mümkün olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Eğim homojenliği testinden edinilen sonuçlar doğrultusunda, eğim homojenliği varsayımı altında çalışan tahmincileri kullanmanın mümkün olduğu anlaşılmaktadır. Tercih edilebilecek tahminciler arasında HEKK, sabit ve tesadüfi etkiler benzeri tahminciler de bulunmaktadır. Söz edilen tahmin yöntemlerinden hangisi ile analize devam edileceğinin belirlenebilmesi için öncelikle modelde birim/zaman etkilerinin varlığı araştırılmıştır.

3.7.4. Birim/Zaman Etkilerinin Test Edilmesi(*Birinci Model*)

Birim ve zaman etkilerinin varlığı, bir panel veri modelinin en önemli belirleyicilerindendir. Zira birim ya da zaman etkisinin olmadığı bir model klasik model olarak adlandırılmakta ve havuzlanmış en küçük kareler tahmincisi vasıtasıyla basit bir şekilde tahminlenebilmektedir. Ancak modelde birim/zaman ya da hem birim hem de zaman etkilerinin varlığına ilişkin bir kanıt bulunursa havuzlama işlemini kullanmak uygun bir yaklaşım olmayacaktır. Bu aşamada da homojen eğimlere sahip olduğu Tablo 14’de gösterilen modelde birim/zaman etkilerinin varlığı araştırılmaktadır.

Tablo 14: Birim ve Zaman Etkileri F Testi

<i>Etki</i>	<i>F İstatistik</i>	<i>F Olasılık</i>
Birim Etkiler	31.44	0.0000*
Zaman Etkileri	1.44	0.1734

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Birim ve zaman etkilerinin yer almadığı klasik model, birim etkilerin var olduğu modele karşı ve zaman etkilerinin var olduğu modele karşı ayrı ayrı F testiyle sınanmaktadır. Tablo 15’de yer alan ilk test, temel hipotezinde birim etkilerin varlığını, ikinci test ise zaman etkilerinin varlığını sınamaktadır. F olasılık değerleri incelendiğinde yalnızca birim etkilerin olmadığını belirten temel hipotezin reddedildiği ancak zaman etkilerinin olmadığını ifade eden temel hipotezin reddedilemediği görülmektedir. Bu durumda, F testine göre ilgili modelde yalnızca *birim etkiler* mevcuttur ve bu modeli “*tek yönlü birim etkiler*” modeli olarak nitelendirmek mümkündür.

Tablo 15: Birim ve Zaman Etkileri LR Testi

<i>Etki</i>	<i>LR İstatistik</i>	<i>LR Olasılık</i>
Birim ve Zaman Etkileri	73.35	0.000*
Birim Etkiler	71.50	0.000*
Zaman Etkileri	0.29	0.2963

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 9’da, birim etkilerin, zaman etkilerinin ve hem birim hem de zaman etkilerinin birlikte varlığının sınıandığı LR testinin sonuçları görülmektedir. LR testi kapsamında üç ayrı istatistik hesaplanır ve üç farklı hipotez sınanır. İlk olarak klasik model, hem birim hem de zaman etkileri olan panel veri modeline karşı sınanmaktadır ve temel hipotezde birim ve zaman etkilerinin olmadığı ifade edilmektedir. Hesaplanan olasılık değerine göre temel hipotez reddedilmektedir. Bu durumda, ilgili modelde birim ve zaman etkilerinden en az bir tanesi ya da hem birim hem de zaman etkileri birlikte mevcuttur. İkinci aşamada, klasik model birim etkilerin var olduğu tek yönlü modele karşı test edilmektedir ve temel hipotez modelde birim etkilerin var olmadığı şeklindedir. Hesaplanan olasılık değerine göre temel hipotez reddedilmekte ve modelde birim etkilerin var olduğu anlaşılmaktadır. Son aşamada ise klasik model zaman etkileri olan panel veri modeline karşı test edilmektedir. Temel hipotez klasik modelin uygun olduğunu (zaman etkilerinin olmadığı) ifade etmektedir ve hesaplanan olasılık değerine göre söz konusu hipotez reddedilememektedir. Tüm bu üç LR istatistiği vasıtasıyla yapılan testler göz önünde bulundurulduğunda, panel veri modelinin tek yönlü birim etkiler modeli (zaman etkileri yer almamakta) olduğu sonucu elde edilmektedir.

Sonuçları Tablo 14 ve Tablo 15’te paylaşılmış olan F ve LR testlerinin her ikisine göre de, incelenen model (denklem numarası (4.2)’dir) “tek yönlü birim etkiler modeli”nin özelliklerini taşımaktadır.

Tablo 16: Hausman Testi

<i>Hausman Testi Sonucu</i>	
χ^2 İstatistik	7.38
Olasılık (prob.)	0.0609***

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 16’de Hausman testinin sonuçları yer almaktadır. Hausman testine ait temel hipotezde, bağımsız değişkenler ile birim/zaman etkisi/etkileri arasında korelasyon bulunmadığı ifade edilmektedir. Hesaplanan χ^2 değerine göre temel hipotez reddedilmekte ve birim etki (modelde birim etkinin varlığı saptanmıştır bkz. Tablo 14 ve Tablo 15) ile modelin açıklayıcı değişkenleri arasında korelasyon bulunmaktadır. Bu durumda da teorisi gereği sabit etkiler modeli tutarlı olmakta iken tesadüfi etkiler sapmalı (tesadüfi etkilerde birim etki ile açıklayıcı değişkenlerin korelasyonlu olmadığı varsayılmaktadır) olacaktır. O halde, (4.2) numaralı eşitlikte gösterilen modelin tahmini için sabit etkiler kullanılmasında bir sakınca yoktur.

3.7.5. Panel Regresyon Modelinin Tahmini (Birinci Model)

Bu bölümde, (4.2) numaralı denklemde gösterilen regresyon modeli tahminlenmektedir. İlk aşamada temel modele ve tanı testlerinden elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Son aşamada ise varsayımlardan sapmalara göre dirençli standart hatalar üretecek tahminci seçilerek nihai model tahminlenmiştir.

Tablo 17: Tek Yönlü (Birim) Sabit Etkiler Modeli Tahmini

Bağımlı Değişken: DYD				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	z İstatistiği	Olasılık
NPL	0.326268	0.171712	1.9	0.061***
EX	0.41806	0.24125	1.73	0.087***
CA	-0.12048	0.030745	-3.92	0.000*
Sabit Terim	21.34185	0.962379	22.18	0.000*
Model Bilgileri				
<i>Fİst.</i>	5.57			
<i>Olasılık (F)</i>	0.0017*			
<i>cor(u_i, Xb)</i>	0.0931			

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir

Tablo 17’de tek yönlü (birim) sabit etkiler modelinin tahmin sonuçları yer almaktadır. F istatistiği, modelin genelinin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu belirtmektedir. Birim etki ile açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyonun “0.0931” olduğu görülmektedir. Sabit etkiler modelinde bu değer sıfırdan farklı olmasına,

diğer bir deyişle birim etki ile bağımsız değişkenlerin korelasyonlu olmasına izin verilmektedir. Katsayı tahminlerini yorumlama aşamasına geçmeden önce varsayımların sağlanıp sağlanmadığı kontrol edilmelidir. Bu nedenle öncelikle, modele tanı testleri uygulanmıştır.

Tablo 18: Tek Yönlü Sabit Etkiler Modelinde Varsayımlardan Sapmaların Testi

<i>Heteroskedasite Testi</i>	<i>İstatistik</i>	<i>Olasılık</i>
Değiştirilmiş Wald Testi	16.09	0.0243**
<i>Birimler Arası Korelasyon Testi</i>		
Friedman Testi	13.264	0.0390**
<i>Otokorelasyon Testi</i>		
Mod. Bhargava vd. Testi	1.7579	-
Baltagi-Wu Testi	1.8476	-

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 18’de tek yönlü sabit etkiler modeline (tahmin sonuçları Tablo 17’de sunulan) uygulanan tanı testlerinin sonuçları yer almaktadır:

- Modelde farklı varyans sorunu olup olmadığını tespit etmek için Değiştirilmiş Wald testi uygulanmış olup teste ait temel hipotezde farklı varyans olmadığı belirtilmektedir. Değiştirilmiş Wald testi istatistiğine göre, temel hipotez reddedilmektedir. Bu durumda modelde farklı varyans sorununun varlığı tespit edilmiştir.

- Birimler arası korelasyon sorununun sınanmasına yönelik olarak, Friedman testi uygulanmıştır. Teste ait temel hipotezde, modelde birimler arası korelasyonun olmadığı ifade edilmektedir. Hesaplanan olasılık değerine göre temel hipotez reddedilmekte ve modelde birimler arası korelasyon sorununun olduğu anlaşılmaktadır.

- Tahminlenen modelde otokorelasyon sorununun tespit etmek amacıyla Modified Bhargava vd. testi ve Baltagi-Wu testleri uygulanmıştır. Her iki testten de elde edilen sonuç 2’ye yakın olduğu için modelde otokorelasyon sorunun var olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

- Tanı testlerinden elde edilen sonuçlar birlikte değerlendirildiğinde, Tablo 17’de tahmin sonuçları yer alan regresyon modelinin her üç soruna da sahip olduğu

görülmektedir. Bu nedenle ilgili ekonometrik sorunlar varlığında dirençli standart hatalar üretebilen Driscoll ve Kraay tahmincisi ile regresyon modeli tekrar tahminlenmiştir.

Tablo 19: Nihai MODEL- Driscoll-Kraay Tahmincisi- Tek Yönlü (Birim) Sabit Etkiler Modeli

<i>Driscoll ve Kraay Sabit Etkiler Modeli Tahmin Sonuçları</i>				
Bağımlı Değişken: DYD				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	z İstatistiği	Olasılık
NPL	0.326268	0.081444	4.01	0.002*
EX	0.41806	0.211878	1.97	0.074***
CA	-0.12048	0.031362	-3.84	0.003*
Sabit Terim	21.34185	0.8042	26.54	0.000*
Model Bilgileri				
<i>F İst.</i>	31.89			
<i>Olasılık (F)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.1841			

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 19’te Driscoll-Kraay tahmincisi vasıtasıyla tahminlenen tek yönlü (birim) sabit etkiler modelinin tahmin sonuçları gösterilmektedir. F istatistiği, modelin bütün olarak anlamlı olduğunu ortaya koymaktadır. Katsayı tahminlerine göre, npl, dış borç ve cari açık değişkenlerinin bağımlı değişken olan doğrudan yabancı yatırımların açıklayıcısı olduğu görülmektedir. Bu bağlamda, npl’de yüzde 1’lik bir artış meydana geldiğinde doğrudan yabancı yatırımlarda yaklaşık olarak yüzde 0.33’lük bir artış; dış borçlarda meydana gelen yüzde 1’lik bir artış doğrudan yabancı yatırımları yaklaşık olarak yüzde 0.42 arttırmakta ve cari açıklarda meydana gelen bir birimlik bir artış ise doğrudan yabancı yatırımları yaklaşık olarak yüzde 0.12 azaltmaktadır. Dolayısıyla, cari açığın doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde azaltıcı etkisi varken, npl ve dış borçların doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde arttırıcı bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

3.8. İKİNCİ MODEL

Bu bölümde, (4.4) numaralı eşitlikte (araştırmanın ikinci modeli) gösterilen regresyon modeli ve bu modelde yer alan bağımlı değişken ve bağımsız değişkenler analiz edilmektedir.

3.8.1. Değişkenlerde Birimler Arası Korelasyonun Sınanması(İkinci Model)

Bu aşamada, çalışmaya konu olan değişkenlerin birimler arası korelasyon analizleri Breusch ve Pagan (1980) LM birimler arası korelasyon testi ve sapması düzeltilmiş LM birimler arası korelasyon testleri ile gerçekleştirilmiştir.

Tablo 20: Breusch-Pagan LM Birimler Arası Korelasyon Testi

Breusch-Pagan (1980) LM Testi (değişkenler için)		
Değişkenler	LM Test İstatistiği	Olasılık
PY	90.39749	0.0000*
REDK	60.64298	0.0000*
BORSA	131.4321	0.0000*
CDS	43.59737	0.0001*

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 20’te araştırmanın makroekonomik ve finansal değişkenlerine ilişkin Breusch-Pagan LM birimler arası korelasyon testinin sonuçları gösterilmektedir. Bu teste ait temel hipotez ilgili değişkende birimler arası korelasyon sorununun olmadığı yönündedir. Tüm değişkenler (prob<alfa olduğundan) için temel hipotezin reddedildiği ve birimler arası korelasyon var olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 21: Değişkenler İçin Sapması Düzeltilmiş LM Birimler Arası Korelasyon Testi

Sapması Düzeltilmiş LM Testi (değişkenler için)		
Değişkenler	LM Test İstatistiği	Olasılık
PY	13.76564	0.000*
REDK	9.063527	0.000*
BORSA	21.25749	0.000*
CDS	5.221142	0.000*

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Araştırmanın değişkenleri, bir de sapması düzeltilmiş LM birimler arası korelasyon testine tabi tutulmuş ve sonuçlar Tablo 21’de paylaşılmıştır. Dört değişken için de, birimler arası korelasyon olmadığını ifade eden temel hipotez reddedilmiştir ($\text{prob} < \alpha$ önem seviyesi). Dolayısıyla incelenen değişkenlerde bu sorunun var olduğu anlaşılmıştır.

Tablo 20 ve Tablo 21’den elde edilen sonuçlar birlikte değerlendirildiğinde, hem Breusch-Pagan LM testine göre hem de sapması düzeltilmiş LM testine göre portföy yatırımları, reel efektif döviz kuru, borsa ve ülke risk primi değişkenlerinde birimler arası korelasyon sorunu bulunmaktadır. O halde söz konusu değişkenlerin birim kök ve durağanlık analizi için, bu sorunun varlığında çalışabilen ikinci nesil testler ile analize devam edilmesi gerekmektedir.

3.8.2. Birim Kök ve Durağanlık Analizi(*İkinci Model*)

Birimler arası korelasyon sorunu bulunduğu tespit edilen portföy yatırımları, reel efektif döviz kuru, borsa ve ülke risk primi değişkenlerinin durağanlık analizlerinin yer aldığı bu bölümde, ikinci nesil panel birim kök ve durağanlık testleri arasında yer alan Hadri ve Kurozumi (2012) testi çalışmaya dahil edilmiştir.

Tablo 22: Hadri ve Kurozumi Panel Birim Kök Testi

Hadri&Kurozumi (2012) Panel Birim Kök Testi		
Değişkenler	Sabit Terimli (SPC)	Sabit Terimli ve Trendli (SPC)
PY	-0.298	-0.138
REDK	-1.593	-0.109
BORSA	-0.897	-1.860
CDS	-0.512	-1.524

Not: i. *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

ii. 0.05 önem seviyesindeki kritik değer 1.645’tir.

Tablo 22’de portföy yatırımları, reel efektif döviz kuru, borsa ve ülke risk primi değişkenlerine ilişkin Hadri ve Kurozumi (2012) panel durağanlık testi sonuçları yer almaktadır. Birçok birim kök ve durağanlık testinin aksine, Hadri ve Kurozumi panel durağanlık testinin temel hipotezinde durağanlık sınanmakta diğer bir deyişle temel hipotezde değişkenin durağanlığı ifade edilmektedir. Hesaplanan istatistik değerleri incelendiğinde, %5

önem seviyesinde hiçbir değişken için temel hipotezin reddedilemediği görülmektedir. Dolayısıyla, Hadri ve Kurozumi testine göre tüm değişkenler düzeyde durağandır.

3.8.3. Eğim Homojenliğinin Test Edilmesi(*İkinci Model*)

Bu aşamada, çalışmanın ikinci modeli olan ve (4.4) numaralı eşitlikte gösterilen regresyonun homojen eğimlere mi yoksa heterojen eğimlere mi sahip olduğu araştırılmaktadır.

Tablo 23: Pesaran ve Yamagata (2008) Eğim Homojenliği Testi

Δ İstatistiği	Olasılık (Δ)
0.204	0.838

Tablo 23’de, (4.4) numaralı denklemde tanıtılan regresyon modeline ait parametrelerin homojen eğimlere sahip olup olmadığını sınamak amacıyla uygulanan Pesaran ve Yamagata (2008)’nin delta testi sonuçları yer almaktadır. Bu teste ait temel hipotezde eğimlerin homojen olduğu ifade edilmektedir. Hesaplanan olasılık değeri önem seviyesinden küçük olmadığı için temel hipotez reddedilememektedir. Bu durumda modelde, eğimlerin tek bir katsayıyla ifade edilebileceği anlaşılmaktadır.

Eğim homojenliği testinden edinilen sonuçlar doğrultusunda, eğim homojenliği varsayımıyla çalışan tahmincileri kullanmanın mümkün olduğu anlaşılmaktadır. Bu aşamada tercih edilebilecek tahminciler arasında havuzlanmış en küçük kareler, sabit ve tesadüfi etkiler benzeri tahminciler de yer almaktadır.

3.8.4. Birim/Zaman Etkilerinin Test Edilmesi(*İkinci Model*)

Panel regresyon modelinde birim/zaman ya da hem birim hem de zaman etkilerinin varlığını araştırmak son derece önemlidir. Tahminlenen bir panel regresyon modelinde birim/zaman etkileri bulunmadığı durumlarda klasik modelin geçerli olduğu anlaşılır. Klasik model geçerliyse havuzlama işlemiyle direkt olarak tahminleme aşamasına geçilebilmektedir. Ancak birim/zaman etkileri mevcutsa havuzlama işlemi uygun yöntem olmayacaktır. Dolayısıyla gözlenemeyen etkilerin varlığı mutlaka araştırılmalıdır. Bu aşamada da modelde birim/zaman etkilerinin varlığı hem F ve LR testleriyle hem de tesadüfi etkiler modeli temelinde birim etkileri araştıran Score testi, Lagrange Çarpanı (LM) ve genişletilmiş Lagrange Çarpanı (ALM) testleriyle araştırılmıştır.

Tablo 24: Birim ve Zaman Etkileri F Testi

<i>Etki</i>	<i>F İstatistik</i>	<i>F Olasılık</i>
Birim Etkiler	60.29	0.0000*
Zaman Etkileri	0.76	0.6787

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Birim ve zaman etkilerinin yer almadığı klasik model (havuzlanmış EKK vasıtasıyla tahminlenen regresyon modeli), birim etkilerin var olduğu modele karşı ve zaman etkilerinin var olduğu modele karşı ayrı ayrı F testiyle sınanmaktadır. İlk testte temel hipotez birim etkilerin varlığını belirtmekte ikinci testte ise zaman etkilerinin varlığı ifade edilmektedir. F olasılık değerleri incelendiğinde yalnızca birim etkilerin olmadığını belirten temel hipotezin reddedildiği buna karşılık zaman etkilerinin olmadığını ifade eden temel hipotezin ise reddedilemediği görülmektedir. O halde F testine göre söz konusu modelde yalnızca *birim etkilerin* varlığı söz konusudur ve bu model “*tek yönlü birim etkiler*” modelidir.

Tablo 25: Birim ve Zaman Etkileri LR Testi

<i>Etki</i>	<i>LR İstatistik</i>	<i>LR Olasılık</i>
Birim ve Zaman Etkileri	146.51	0.000*
Birim Etkiler	95.63	0.000*
Zaman Etkileri	2.4e-13	1.0000

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 25’de, birim etkilerin, zaman etkilerinin ve hem birim hem de zaman etkilerinin birlikte varlığının sınanıldığı LR testinin sonuçları görülmektedir. Aslında bu testte de tıpkı F testinde olduğu gibi klasik modele (birim ve zaman etkilerinin olmadığı) karşı söz konusu etkilerin var olduğu modeller sınanmaktadır. LR testi kapsamında üç ayrı istatistik hesaplanır ve üç farklı hipotez sınanır. İlk olarak klasik model, hem birim hem de zaman etkileri olan panel veri modeline karşı sınanmaktadır ve temel hipotezde birim ve zaman etkilerinin olmadığı ifade edilmektedir. Hesaplanan olasılık değerine göre temel hipotez reddedilmektedir. Bu durumda modelde birim ve zaman etkilerinden en az bir tanesi ya da hem birim hem de zaman etkileri birlikte bulunmaktadır. İkinci aşamada, klasik model birim etkilerin var olduğu tek yönlü modele karşı test edilmektedir ve temel hipotez modelde birim etkilerin var olmadığı (klasik modelin geçerli olduğu) yönündedir. Hesaplanan olasılık değerine göre temel hipotez reddedilmekte ve modelde birim etkilerin var olduğu

anlaşılmaktadır. Son aşamada ise klasik model zaman etkileri olan panel veri modeline karşı test edilmektedir. Temel hipotez klasik modelin uygun olduğunu (zaman etkilerinin olmadığı) ifade etmektedir ve hesaplanan olasılık değerine göre söz konusu hipotez reddedilememektedir. Tüm bu üç LR istatistiği vasıtasıyla yapılan testler göz önünde bulundurulduğunda, panel veri modelinin tek yönlü birim etkiler modeli (zaman etkileri yer almamakta) olduğu anlaşılmaktadır.

Sonuçları Tablo 24 ve Tablo 25’de yer alan F ve LR testlerine göre araştırma kapsamında incelenen model (denklem numarası (4.4)’tür) “*tek yönlü birim etkiler modeli*”nin özelliklerini göstermektedir.

Tablo 26: Tesadüfi Etkiler Modelinde Birim Etkinin Varlığı: Score, Lagrange Çarpanı ve Genişletilmiş Lagrange Çarpanı Testleri

Score χ^2 İstatistik	χ^2 Olasılık	LM İstatistik	χ^2 Olasılık	ALM İstatistik	χ^2 Olasılık
12111.87	0.0000*	987.40	0.0000*	708.50	0.0000*

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 26’da tesadüfi etkiler modelinde birim etkilerin varlığını sınamaya yönelik olarak, Score testi, LM ve ALM testi sonuçları gösterilmektedir. Her üç testin temel hipotezinde de birim etkilerin olmadığı ifade edilmektedir. Hesaplanan olasılık değerleri incelendiğinde üç test için de temel hipotezler reddedilmektedir. Dolayısıyla tek yönlü tesadüfi etkiler modelinde gözlemlenemeyen etkilerin birim etkiler olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 27: Hausman Testi

<i>Hausman Testi Sonucu</i>	
χ^2 İstatistik	0.13
Olasılık (prob.)	0.9881

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 27’de Hausman testinin sonuçları yer almaktadır. Hausman testine ait temel hipotez, birim etki ile açıklayıcı değişkenlerin korelasyonlu olmadığı şeklindedir. Hesaplanan olasılık değerine göre temel hipotezin reddedilemediği görülmektedir. O halde modelde açıklayıcı değişkenler ile birim etkiler arasında bir korelasyon bulunmamaktadır ve bu durumda da tesadüfi etkiler tahmincisi alternatifler arasında yer almaktadır.

3.8.5. Panel Regresyon Modelinin Tahmini (*İkinci Model*)

Bu bölümde, (4.4) numaralı denklemde gösterilen regresyon modeli tahminlenmektedir. İlk aşamada temel modele ve tanı testlerinden elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Son aşamada ise varsayımlardan sapmalara göre dirençli standart hatalar üretecek tahminci seçilerek nihai model tahminlenmiştir.

Tablo 28: Tek Yönlü (Birim) Tesadüfi Etkiler Modeli Tahmini

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	z İstatistiği	Olasılık
CDS	-0.9429	0.107544	-8.77	0.000*
REDK	-1.1046	0.282257	-3.91	0.000*
BORSA	0.001893	0.000706	2.68	0.007*
Sabit Terim	22.0792	1.607321	13.74	0.000*
Model Bilgileri				
Wald (χ^2) İst.	32.66			
Olasılık (χ^2)	0.0000*			

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 28’de tek yönlü (birim) tesadüfi etkiler modelinin tahmin sonuçları yer almaktadır. Wald istatistiği, modelin topluca istatistiksel olarak anlamlı olduğuna işaret etse de bu model henüz tanı testlerinden geçirilmediği için yorumlanması uygun bulunmamıştır.

Regresyon modelinde, otokorelasyon, farklı varyans ve birimler arası korelasyon sorunları bulunamazsa Tablo 28’de gösterilen model uygun model özelliklerini taşıdığı için yorumlanabilir olacaktır. Ancak, modelde söz konusu sorunlardan biri ya da tamamının tespit edilmesi halinde dirençli standart hatalar üreten tahmincilerin seçilmesi gerekmektedir.

Tablo 29: Tesadüfî Etkiler Modeli -Varsayımlardan Sapmaların Testi

<i>Heteroskedasite Testi</i>	<i>İstatistik</i>	<i>Olasılık</i>
Levene, Brown ve Forsythe Testi		
W_0	4.6252	0.0011*
W_{50}	3.4443	0.0079*
W_{10}	4.3881	0.0016*
<i>Birimler Arası Korelasyon Testi</i>		
Friedman Testi	30.462	0.0000*
Frees Testi	0.6500*	-
Breusch-Pagan LM Testi	7.782	0.0000*
<i>Otokorelasyon Testi</i>		
Mod. Bhargava vd. Testi	0.6102	-
Baltagi-Wu Testi	0.9665	-

Not: i. *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

ii. Frees birimler arası korelasyon testine ait kritik değerler alfa 0.10; 0.05 ve 0.01 önem seviyesinde sırasıyla 0.2136; 0.2838 ve 0.4252 şeklindedir.

Tablo 29’te, tahminlenen tesadüfî etkiler modelinde (Tablo 28’de gösterilmekte) varsayımlardan bir sapma olup olmadığını belirlemek amacıyla uygulanan farklı varyans, birimler arası korelasyon ve otokorelasyon testlerinin sonuçları gösterilmektedir:

- Modelde farklı varyans sorunu olup olmadığını tespit etmek için yapılan Levene, Brown ve Forsythe testine göre, modelde farklı varyans olmadığını ifade eden temel hipotezin her üç istatistiğe (W_0 , W_{50} ve W_{10} olmak üzere toplam üç istatistik hesaplanmaktadır) göre de reddedildiği görülmektedir. Dolayısıyla modelde farklı varyans sorunu olduğu kaydedilmiştir,
- Tahminlenen modelde birimler arası korelasyon sorunu varlığını belirleyebilmek için Friedman testi, Frees testi ve Breusch-Pagan birimler arası korelasyon testleri uygulanmıştır. Söz konusu üç testin de temel hipotezi modelde birimler arası korelasyonun olmadığı yönündedir. Friedman ve Breusch-Pagan LM testinde hesaplanan olasılık değerlerine göre temel hipotez reddedilirken, Frees testinde de hesaplanan istatistik değeri ve kritik değerlere göre temel hipotezin reddedilmekte olduğu görülmektedir. Bu durumda modelde birimler arası korelasyon sorununun da olduğu anlaşılmıştır,
- Otokorelasyon sorununu tespit etmek amacıyla Modified Bhargava vd. testi ve Baltagi-Wu testleri kullanılmıştır. Her iki testten elde edilen sonuç 0’a yakın olmadığı için modelde söz konusu sorunun var olduğuna kanaat getirilmiştir.
- Tüm sonuçlar birlikte değerlendirildiğinde, Tablo 22’de tahmin sonuçları paylaşılan regresyon modelinde her üç sorunun da var olduğu kaydedilmiştir. Bu nedenle söz

konusu sorunlar varlığında dirençli standart hatalar üretebilen Driscoll ve Kraay tahmincisi ile regresyon modeli tekrar tahminlenmiştir.

Tablo 30: Nihai Model- Driscoll-Kraay Tahmincisi- Tek Yönlü Tesadüfi Etkiler Modeli

<i>Driscoll ve Kraay Tesadüfi Etkiler Modeli Tahmin Sonuçları</i>				
Bağımlı Değişken: PY				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	z İstatistiği	Olasılık
CDS	-0.9429	0.238422	-3.95	0.002*
REDK	-1.1046	0.217866	-5.07	0.000*
BORSA	0.001893	0.001024	1.85	0.092***
Sabit Terim	22.0792	1.4069	15.69	0.000*
Model Bilgileri				
Teta	0.9111			
Wald (χ^2)İst.	28.22			
Olasılık (χ^2)	0.0000*			
R	0.1473			

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 30’da Driscoll-Kraay tahmincisi ile tahminlenen tek yönlü (birim) tesadüfi etkiler modelinin tahmin sonuçları yer almaktadır. Bu modelde (Driscoll-Kraay tahmincisi vasıtasıyla) otokorelasyon, farklı varyans ve birimler arası korelasyon sorunlarına karşı dirençli standart hatalar üretilmiştir. Ayrıca teta parametresinin “0.9111” olduğu görülmektedir ki bu parametrenin bire yakın olması tesadüfi etkiler modelinin sabit etkiler modeline oldukça yakın sonuçlar verdiğini belirtmektedir.

Wald istatistiği incelendiğinde, modelin genelinin anlamlı olduğu görülmektedir. Ülke risk primi, reel efektif döviz kuru ve borsa değişkenlerinin bağımlı değişken olan portföy yatırımları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır. Bu bağlamda, ülke risk priminde meydana gelen %1’lik bir artış portföy yatırımlarında yaklaşık olarak %0.94’lük azalışı beraberinde getirmektedir. Reel efektif döviz kurunda %1’lik bir artış olduğunda portföy yatırımlarında yaklaşık olarak %1.10’luk bir azalış meydana gelmektedir. Borsa değişkeninde meydana gelen bir birimlik bir artış ise portföy yatırımlarında yaklaşık %0.002’lik bir artış ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla, ülke risk primi ve reel efektif döviz kurunda meydana gelen artışlar portföyyatırımlarını azaltıcı yönde etki ederken borsa ise portföy yatırımlarını artırıcı şekilde çalışmaktadır.

Tablo 31: Tek Yönlü (Birim) Sabit Etkiler Modeli Tahmini

Bağımlı Değişken: PY				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	z İstatistiği	Olasılık
CDS	-0.94966	0.109989	-8.63	0.000*
REDK	-1.10008	0.287326	-3.83	0.000*
BORSA	0.001899	0.000719	2.64	0.010**
Sabit Terim	22.09312	1.607041	13.75	0.000*
Model Bilgileri				
<i>Fİst.</i>	25.83			
<i>Olasılık (F)</i>	0.0000*			

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir

Tablo 31’de tek yönlü (birim) sabit etkiler modelinin tahmin sonuçları yer almaktadır. F istatistiği modelin genelinin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir. Ancak bu modelde varsayımlardan sapma olup olmadığı henüz test edilmemiştir. Bu nedenle modele tanı testlerinin uygulanması gerekmektedir.

Tablo 32: Tek Yönlü Sabit Etkiler Modelinde Varsayımlardan Sapmaların Testi

Not: i. *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

ii. Frees birimler arası korelasyon testine ait kritik değerler alfa 0.10; 0.05 ve 0.01 önem seviyesinde sırasıyla 0.2136; 0.2838 ve 0.4252 şeklindedir.

Tablo 32’de tek yönlü sabit etkiler modeline (Tablo 31’de paylaşılan) uygulanan tanı testlerinin sonuçları gösterilmektedir:

- Modelde farklı varyans sorunu olup olmadığını tespit etmek için Değiştirilmiş Wald testi uygulanmıştır. Modelde farklı varyans bulunmadığını ifade eden temel hipotezin reddedildiği görülmektedir. Bu durumda modelde farklı varyans sorununun var olduğu anlaşılmıştır,
- Tahminlenen regresyon modelinde birimler arası korelasyon sorununun tespitine yönelik Friedman testi, Frees testi ve Breusch-Pagan birimler arası korelasyon testleri uygulanmıştır. Söz konusu üç testin de temel hipotezinde de modelde birimler arası korelasyonun olmadığı belirtilmektedir. Friedman ve Breusch-Pagan LM testinde hesaplanan olasılık değerlerine göre temel hipotez reddedilmektedir. Frees testinde ise hesaplanan istatistik değeri ve kritik değerlere göre temel hipotezin reddedilmekte olduğu görülmektedir. Bu durumda modelde birimler arası korelasyon sorununun da olduğu anlaşılmıştır,

- Otokorelasyon sorununu tespit etmek amacıyla ModifiedBhargava vd. testi ve Baltagi-Wu testleri kullanılmıştır. Her iki testten elde edilen sonuç 0'a yakın olmadığı için modelde söz konusu sorunun var olduğuna kanaat getirilmiştir.

- Elde edilen sonuçlar bir arada değerlendirildiğinde, Tablo 25'te tahmin sonuçları paylaşılan regresyon modelinde her üç sorunun da var olduğu kaydedilmiştir. Bu sebeple ilgili ekonometrik sorunlar varlığında dirençli standart hatalar üretebilen Driscoll ve Kraay tahmincisi ile regresyon modeli tekrar tahminlenmiştir.

Tablo 33: Nihai MODEL- Driscoll-Kraay Tahmincisi- Tek Yönlü (Birim) Sabit Etkiler Modeli

<i>Driscoll ve Kraay Sabit Etkiler Modeli Tahmin Sonuçları</i>				
Bağımlı Değişken: PY				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	z İstatistiği	Olasılık
CDS	-0.94966	0.229887	-4.13	0.002*
REDK	-1.10008	0.26947	-4.08	0.002*
BORSA	0.001899	0.000998	1.9	0.084***
Sabit Terim	22.09312	2.15263	10.26	0.000*
Model Bilgileri				
<i>F İst.</i>	7.05			
<i>Olasılık (F)</i>	0.0065*			
<i>R</i>	0.5516			

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 33'de Driscoll-Kraay tahmincisi vasıtasıyla tahminlenen tek yönlü birim etkiler modelinin tahmin sonuçları yer almaktadır. F istatistiği modelin genel olarak anlamlı olduğuna işaret etmektedir. Ülke risk primi, reel efektif döviz kuru ve borsa değişkenlerinin bağımlı değişken portföy yatırımlarının açıklayıcısı olduğu görülmektedir. Bu bağlamda, ülke risk priminde yüzde 1'lik bir artış meydana geldiğinde portföyyatırımlarında yaklaşık olarak yüzde 0.95'lik bir azalış; reel efektif kurda meydana gelen yüzde 1'lik bir artış portföy yatırımlarını yaklaşık olarak yüzde 1.10 azaltmakta ve borsa'da meydana gelen bir birimlik bir artış ise portföy yatırımlarını yaklaşık olarak yüzde 0.001 arttırmaktadır. Dolayısıyla, ülke risk primi ve reel efektif kurun portföy yatırımları üzerinde azaltıcı etkisi varken, borsanın ise portföy yatırımları üzerinde arttırıcı bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Tablo 34: Model Karşılaştırma (İkinci Model)

<i>Nihai Tesadüfi Etkiler Modeli – Nihai Sabit Etkiler Modeli Karşılaştırma Tablosu</i>				
Bağımlı Değişken: PY				
B. Değişkenler	Katsayı(Tesadüfi Etkiler Modeli)	Olasılık	Katsayı(Sabit Etkiler Modeli)	Olasılık
CDS	-0.9429	0.002*	-0.94966	0.002*
REDK	-1.1046	0.000*	-1.10008	0.002*
BORSA	0.001893	0.092***	0.001899	0.084***
Sabit Terim	22.0792	0.000*	22.09312	0.000*

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Sonuçları Tablo 30 ve Tablo 33’de paylaşılan tesadüfi etkiler ve sabit etkiler modellerinin sonuçlarını karşılaştırmalı olarak inceleyebilmek amacıyla Tablo 34’de her iki model bir arada sunulmuştur. Ülke risk primi, reel efektif döviz kuru ve borsa değişkenlerine ilişkin katsayı tahminlerinin birbirine çok yakın olduğu görülmektedir. Bu durum aslında teta’nın 0.9111 olmasıyla doğrudan alakalıdır. Teta 1’e ne kadar yakınsa, tesadüfi etkiler modeli ile sabit etkiler modelinden de birbirine o kadar yakın katsayı tahminleri elde edilir.

Tablo 35: Model Karşılaştırma (Nihai Birinci Model ve Nihai İkinci Model)

<i>Nihai Tesadüfi Etkiler Modeli – Nihai Sabit Etkiler Modeli Karşılaştırma Tablosu</i>				
Bağımlı Değişken: DYD		Bağımlı Değişken: PY		
Bağımsız Değişkenler	Katsayı(S. Etkiler Modeli)	Bağımsız Değişkenler	Katsayı(T. Etkiler Modeli)	
NPL	0.326268 *	CDS	-0.9429	*
EX	0.41806 ***	REDK	-1.1046	*
CA	-0.12048 *	BORSA	0.001893	***
Sabit Terim	21.34185 *	Sabit Terim	22.0792	*

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 35’de araştırma kapsamında tahminlenen her iki modele ilişkin (denklem (4.2) ve denklem (4.4)’te gösterilmektedir) nihai tahmin sonuçları yer almaktadır.

SONUÇ

Uluslararası sermaye hareketleri, bir ülkedeki yerleşik özel ya da tüzel kişilerin başka bir ülkeye yaptıkları fizikiyatırımlar (tesis, makine, arsa gibi) ile mali fon (hisse senedi, tahvil gibi) aktarımlarından oluşmaktadır. Bu akımlardan yararlanan ülkeler, tasarruf ve döviz ihtiyaçlarını karşılayarak ekonomik büyüme ve kalkınma hedeflerini gerçekleştirmeyi amaç edinmektedir. Tüm dünyada kabul gören kriterler doğrultusunda sermaye hareketleri, ödemeler bilançosunda doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olmak üzere üçe ayrılmaktadır. Çalışmanın odağında doğrudan ve portföy yatırımları yer almaktadır. Doğrudan yatırımlar, fiziksel yatırımlar olmalarından dolayı uzun vadeli, portföy yatırımları ise likit varlıklar olup her an ülkeyi terk edebilme özelliğinden dolayı kısa vadeli olarak kabul edilmektedir.

IMF'nin tanımına göre DYY'ler genellikle ÇUŞ'lar tarafından başka ülkelerde bir işletme kurulması ya da mevcut bir işletmenin en az yüzde 10 hissesini mülkiyetine geçirmesi şeklinde gerçekleşen ve giriş yaptığı ülkeye işletmecilik, organizasyon tecrübesi, teknoloji ve know-how'ı getirerek ülkenin uluslararası rekabet gücüne olumlu katkı yapan yatırımlardır.

1970'li yıllarda doğrudan yatırımları açıklamaya yönelik teoriler; ürün yaşam devreleri teorisi, oligopolistik tepki teorisi, monopol avantajı teorisi, içselleştirme teorisi, OLI paradigması şeklindedir. Bu teorilerin ortak paydası, yatırımcıların yabancı bir ülkeye neden ihracat yerine doğrudan yatırım kararı aldığı sorusuna cevap aramalarıdır.

Doğrudan yatırımlar ülkeye çeşitli yollardan girebilir. Bunlar; greenfield (yeşilalan) yatırımları, birleşme ve satın alımlar, stratejik ittifaklar ve ortak girişim şeklindedir.

Portföy yatırımları, girdiği ülkenin üretim kapasitesine sınırlı katkı yapan tahvil, hisse senedi gibi menkul kıymetlere yönelen yatırımlardır. Likitidesinin yüksek oluşu portföy yatırımlarının elden çıkarılmasına ve ülkeyi kolayca terk etmesine olanak sağlamaktadır. Bu durum GOÜ ekonomilerinde makroekonomik kırılganlığı arttırmakta ve ekonomik krizlere neden olabilmektedir. Portföy yatırımcısının temel motivasyonu faiz, temettü veya spekülatif kazanç sağlamaktır. Bu nedenle

portföy akımları, faiz getirisinin düşük olduğu ülkelerden faiz getirisinin yüksek olduğu ülkelere doğru yönelmektedir.

Portföy yatırımı kararı doğrudan yatırım kararına göre daha karmaşık bir yapıya sahiptir. Portföy yatırımlarını açıklamaya yönelik başlıca teoriler; modern portföy teorisi, sermaye varlıkları fiyatlama modeli ve arbitraj fiyatlama modelidir. Bu teoriler, yatırımcının risk olarak algıladığı değişkenlerle varlık getirisinin cazibesi arasındaki ödünleşimi ortaya koymaktadır.

Uluslararası sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelmesinde etkili olan belirleyicileri, gelişmekte olan ülkelerin iç dinamiklerinden kaynaklı çekici faktörler ve ülke dışından kaynaklanan itici faktörlerdir. İtici faktörler arasında ülkenin dış alemle bütünleşme ölçüsünü gösteren bölgesel işbirlikleri ve anlaşmaları ile gelişmiş ekonomilerdeki faiz oranlarının düşüklüğü ve ekonomik durgunluk sayılabilir. Çekici faktörler arasında ise sermaye kontrollerinin kalkması, finansal serbestleşme, coğrafi konum ve işgücü maliyetlerinin düşük seviyede olması sayılabilir.

1980'li yıllarda finansal serbestleme sonrası uluslararası yatırımlarda önemli bir artış olmuş ve özellikle GOÜ için büyüme yönünde önemli katkı sağlayacağı beklentisi hakim olmuştur. Ancak, 1990'lı yıllarda GOÜ'lere yönelik artan yabancı sermaye akımlarının ardından yaşanan finansal krizler, finansal istikrar kavramının önemini ortaya koymuştur.

Finansal istikrarın kesin bir tanımı olmasa da konusu, kurumların sağlamlığı ve ekonomik birimleri zarara uğratmaması çerçevesindedir. Kavramın tanım çerçevesini oluşturma konusunda üç kriter vurgulanmaktadır. İlk olarak, sistemin tamamını kapsayacak şekilde tanımlanmalıdır. İkincisi, finansal istikrar yalnızca finans sistemi ile sınırlandırılmayıp reel ekonomideki gelişmeleri de göz önüne almalıdır. Üçüncüsü, nitel ve nicel parametrelerle daha gözlenebilir olmasından dolayı finansal istikrarın tam tersi olan finansal istikrarsızlık göstergelerinden yararlanılmalıdır.

Gelişmekte olan ülke krizlerine baktığımızda ortak nokta, ülkelerin ekonomik hedeflerine ulaşma amacıyla tatlı büyümeyi besleyen aşırı miktarda sermaye girişlerine göz yummaları sonucu çıktığı görülmektedir. Bu durum yerli paranın aşırı değerlenmesi ve net ihracatta azalışa böylelikle cari açık sorununa yol açmaktadır.

Buna ek olarak giderek daha da sıcak para akımlarına bağımlı olmaları sonucu faizleri yüksek tutmak zorunda kalmışlardır. Bunlara siyasi istikrarsızlığın da eklenmesiyle krizler yaşanmıştır. Gelişmekte olan ülke krizlerinde cari açığın finansmanının üstünde sermaye girişlerinin yaşanması finansal istikrarsızlıklara yol açarak krizin tohumlarını atmıştır. Gerekli finansal derinleşmeyi sağlamadan finansal serbestliğe geçiş bu ülkelere ağır bedeller ödetmiştir. Yaşanan bu krizler cari açığın finansmanı üzerinde gerçekleşen sermaye girişlerinin vergilendirilmesi gibi çeşitli sermaye kontrollerini gündeme getirmiştir.

Finansal istikrarsızlık göstergeleri ile uluslararası sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi ortaya koymaya çalışan bu çalışmada iki ayrı ekonometrik model ortaya oluşturulmuştur. Doğrudan yatırım girişlerinin bağımlı değişken olduğu panel 1’de; Türkiye, Brezilya, Hindistan, Endonezya, Meksika, Arjantin, Güney Afrika ülkeleri seçilmiş olup, 2008-2019 dönemine ait yıllık veriler kullanılmıştır. Modelde uzun vadeli göstergeler olarak cari açık/hasıla oranı, toplam rezerv/dış borç oranı ve takibe düşmüş krediler/ toplam krediler alınmıştır. Çalışmada panel veri analizi yöntemlerinden tek yönlü sabit etkiler modeli kullanılmış olup regresyon tahmininde Driscoll- Kraay tahmincisi kullanılmıştır. Model sonuçlarına göre doğrudan yatırımlar ile cari açık/hasıla oranı arasında ters yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Takibe düşmüş krediler/toplam krediler oranı ve toplam rezervler/toplam dış borç değişkeni ile anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Model 1 sonuçlarına bakıldığında doğrudan yatırımlar ile cari açık arasında ters yönlü ilişki çıkması literatürle uyumludur. Cari açık oranındaki artış hem ülkenin dış ticarete mukayeseli üstünlüklerini yitirmesi anlamına gelmekte hem de faiz oranlarını arttırıcı etkisi nedeniyle yatırım ortamını bozmaktadır.

Reel ekonomide kötüye gidişi gösteren ve finansal istikrarsızlık göstergesi olan takipteki kredi oranı ile doğrudan yatırımların pozitif ilişkili olması dikkat çekicidir. Bu çelişkili görünen durumu monopol avantajı teorisi çerçevesinde yorumlarsak; yabancı yatırımcının, yerli firmaların zor durumda olduğunu takipteki kredilerdeki artıştan görerek satın alımlar yoluyla piyasayı ele geçirmeyi amaçladığı söylenebilir. Ayrıca takipteki kredilerin artışı şirketlerin borçlarını ödemediği zorlandıkları dolayısıyla mali yapılarının zayıfladığının göstergesidir. Firmalarının mali yapılarının bozulduğu dönemlerde yabancı bir yatırımcıyla ortaklık firmalar için çıkış yolu olarak

görülebilmektedir. Burada hükümetlere düşen görev, yerli firmaları destekleyerek yabancı yatırımcının iç piyasada monopol gücü kazanmasını engellemektir. Yaşanılan her krizle yerli sermayenin yabancıların eline geçtiği düşünülürse, GOÜ'ler yabancı sermaye çekmek için değil, yerli sermayeyi korumak için finansal istikrarı öncelikli hedef olarak belirlemelidir. Takipteki krediler ile DYY arasındaki pozitif ilişki, DYY'lerin bir nevi finansal istikrarsızlıktan beslendiği söylenebilir.

Bir diğer dikkat çeken sonuç ise finansal istikrar göstergesi olan toplam rezervler/toplam dış borç ile finansal istikrarsızlık göstergesi olan takipteki kredi oranının doğrudan yatırımlar ile aynı yönlü olmasıdır. Bu, bazı ülkeler için istikrarsızlık göstergesi olan parametrelerin başka ülkeler için istikrarsızlık olamayacağı olarak yorumlanabilir.

Model 2 sonuçlarına bakıldığında portföy yatırımlarının ülke risk primini temsil eden creditdefault swap (CDS) ve reel kur ile anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Borsa getirisi değişkeniyle ise anlamlı ve pozitif ilişkilidir. Bu sonuçlar yine teoriyle uyumludur. CDS'in yükselmesi ülkenin borçlarını ödeyememe riskinin artması anlamına gelmektedir. Bu nedenle CDS'lerin yükselmesi durumunda portföy yatırımlarının azalması beklenen bir durumdur. Aynı şekilde reel kurun artışı yani ülkenin rekabet gücünün kaybı dolayısıyla döviz kur artışı yönünde beklenti yine portföy girişlerini azaltacaktır. Döviz kurlarında beklendiği şekilde ortaya çıkan artış yabancı yatırımcının getirisini düşürecektir.

Gerek DYY gerekse PY'ler gittikleri ülkede finansal istikrar aramaktadırlar. Ancak özellikle PY'ler finansal istikrar aradığı ülkede şartların değişmesi ve ülke ekonomisine ilişkin en ufak bir olumsuzluk durumunda ülkeyi hızla terk etmektedir. Dolayısıyla finansal istikrar arayışı içinde olan portföy yatırımları ülkeyi terk ederken çoğu zaman özellikle GOÜ'ler için krizlerin derinleşmesine yol açmaktadırlar. Bu nedenle portföy yatırımlarının giriş veya çıkış aşamasına ilişkin sermaye kontrolleri son yıllarda sıkça dile getirilmektedir.

Takibe düşen krediler ile DYY arasındaki aynı yönlü ilişki oldukça önemlidir. Bu sonuç GOÜ'lerde yaşanan ekonomik daralma ve bunun sonucunda ödeme güçlüğüne düşen firmaların yabancılar tarafından satın alındığı ya da piyasadan çekilen yerli firmaların yaratacağı üretim boşluğunu doldurmak adına yatırım yapan yabancı yatırımcının ulusal piyasalarda önemli pazar payları kazanmaları anlamına

gelir. Her iki durumda da ülkenin sermayesinin el değıştirdiği söylenebilir. Özellikle GOÜ'lere giren DYY'lerin finans sektörünü ağırlıklı olarak seçmeleri ülkelerin para politikalarının ve reel sektöre yönelik uygulanan politikaların etkinliğini sorgulanır hale getirir. Sadece finans sektörü değil tarım, sanayi ve hizmetler sektörlerinde de yabancı yatırımcının hakimiyeti ekonomi politikalarının etkinliğini kısıtlar.

GOÜ'ler sermaye birikimlerini tamamlayamamaları nedeniyle yabancı yatırımlara bağımlıdırlar. Yaşanılan GOÜ krizleri bu ülkelerin ekonomik performanslarının dış kaynak girişine bağılı olduğunu göstermektedir. Ancak gerek 1990'lı yıllarda yaşanan GOÜ krizleri gerekse 2008 küresel krizi sonrasında sermaye hareketlerindeki istikrarsızlığın GOÜ'lere yansımaları yabancı yatırıma bağılı ekonomik büyümenin sürdürülebilir olmadığını göstermiştir.

Bu nedenle GOÜ'ler makroekonomik istikrarı sağlamadan yabancı yatırımlara yönelik tüm kısıtlamalarını kaldırmaları bu ülkelerin sermaye birikimine hizmet etmemiş, aksine yabancı tasarruflara ulaşmanın kolaylaşması yerlilerin tasarruf etme gerekliliğini ortadan kaldırmıştır. Dolayısıyla sadece finansal istikrarı dikkate alarak gelen yabancı sermayeye değil de ülkenin beşeri sermayesi gibi, yüksek kalkınmışlık seviyesi gibi yapısal unsurları dikkate alarak gelen yabancı sermaye, yatırım yaptığı ülkeye gerçekten katkı sağlar.

KAYNAKÇA

Aizenman, J. (2011). Inflation targeting and real exchange rates in emerging markets. *World Development*. 39(5): 712-724.

Akat, A. S. (2004). Ödemeler Dengesi Yazıları. *İstanbul Bilgi Üniversitesi, Kaynak: <http://www.akat.bilgi.edu.tr/others/0408-disacik-2.pdf>* (Erişim Tarihi: 13.02.2012).

Akışoğlu, B. (2013). *Portföy Yatırım İstatistiklerinin Derlenmesi ve Türkiye Uygulaması*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü.

Aksu, M. ve Şakir, S. Aksu, A. (2018) Finansal İstikrar ile Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri Arasındaki İlişkinin Analizi: Türkiye Ekonomisinde Bir Uygulama, *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 2018 6(ICEESS' 18) 195-200, <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/545768>

Aktan, O. (2000). Bölgesel Bütünleşmeler. *Hacettepe Üniversitesi, İİBF Dergisi*. 18(1): 29-34.

Altaylar, M. (2019). *OECD Ülkeleri Kapsamında GSYİH, Genç İşsizlik ve İşsizliğin Panel Veri Analizi Yöntemleriyle İncelenmesi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

ARIK, Ş., A. Akay B. ve Zambak M. (2014). Doğrudan Yabancı Yatırımları Belirleyen Faktörler: Yükselen Piyasalar Örneği. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 14(2): 97-110.

Asian Development Bank (2015). *Financial Soundness Indicators for Financial Sector Stability: A Tale of Three Asian Countries*. Philippines: Metro Manila.

Azam, M. (2009). Economic Determinants of Foreign Direct Investment in Armenia, Kyrgyz Republic and Turkmenistan: Theory and Evidence. *Eurasian Journal of Business and Economics*. 3 (6): 27-40.

Bal, H. ve E.E. Akça (2016). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri: Seçilmiş Doğu Asya ve Pasifik Ülkelerinden Ampirik Bulgular. *Sosyoekonomi*. 24(30), 91-111.,<https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/230720>.

Baltagi, B. (2008). *Econometric Analysis of Panel Data* (4th ed.). Hoboken, NJ: John Wiley&Sons.

Baltagi, B. H. , Feng, Q. ve Kao, C. (2012). A LagrangeMultiplier Test for Cross SectionalDependence in a FixedEffects Panel Data Model. *Journal of Econometrics*.170(1): 164-177.

Baltagi, B. H. ve HashemPesaran, M. (2007). Heterogeneity and Cross Section Dependence in Panel Data Models: Theoryand Applications Introduction. *Journal of Applied Econometrics*. 22(2): 229-232.

Başcı Nur, H. ve DİLBER, İ. (2017). Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırımları Belirleyen Temel Unsurlar, Dokuz Eylül Üniversitesi, *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 32(2): 15-45, <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/627698>

Bedestenci, H. Ç., ve Kara, M. A. (2008). *Sermaye Hareketleri ve Kalkınma, S. Taban ve M. Kar (Ed.) Kalkınma Ekonomisi Seçme Konular*. Bursa: Ekin Kitabevi.

Berksoy, T. ve Saltoğlu, B. (1998). *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*. İstanbul: Mega Ajans Basımevi.

Blume, M. E., & Friend, I. (1973). A New Look at the Capital Asset Pricing Model, *The Journal of Finance*. 28(1): 19-33

Bocutoğlu, E. (2012). *Karşılaştırmalı Makro İktisat*. Trabzon: Murathan Yayınevi.

Breusch, T. S. ve Pagan, A. R. (1980). The Lagrange Multiplier test and its application to model specification in econometrics. *The Review of Economic Studies*. 47(1): 239-253

Brunnermeier, M. (2009). **Deciphering the liquidity and credit crunch 2007–8** Journal of Economic Perspectives, 23 (1): 77-100

Calvo, G. (1998). Capital Flows And Capital-Market Crises: The Simple Economics Of Sudden Stops. *Journal of Applied Economics*. 35-54.

Cesur, E E.(2016). Küresel Sermaye Hareketlerinin Türkiye Deki İşgücü Piyasasına Etkisi. *Karatahta İş Yazıları Dergisi*. 6(1): 117-156

Chen, J. ve Lu, W. (2003). Panel Unit Root Tests of Firm Size and Its Growth. *Applied Economics Letters*. 10(6): 343-345.

Chorn, S, Siek, D. (2017) The Impact of Foreign Capital Inflow on Economic Growth in Developing Countries. *Journal of Finance and Economics*. 5(3) <http://pubs.sciepub.com/jfe/5/3/5>, Erişim Tarihi 19.10.2019.

Chuhan, P., Perez-Quiros, G., & Popper, H. (1996). Do Short-term Investment and Direct Investment Differ?. *World Bank Policy Research Working Paper*.

Cihan Ö. (2005). Gelişmekte Olan Ülkelere ve Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri. Ankara: Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü.

Crandall-Hollick, M. L. (2020). Higher Education Tax Benefits: Brief Overview and Budgetary Effects. CRS Report R41967, Version 45. Updated. *Congressional Research Service*.

Çelik O. (1999). *Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi*. Ankara: Turhan Kitabevi.

Çiğdem, G. ve Altaylar, M. (2020). Cointegration Evidences from the New Fragile Five. *Journal of Life Economics*. 7(3): 269-282.

Çulha, A., A. (2006). A structural var analysis of the determinants of capital flows into Turkey. *Central Bank Review*, 2: 11-35

Dasgupta, D. ve Ratha, D. (2000). *What Factors Appear to Drive Private Capital Flows to Developing Countires? And How Does Official Lending Respond? The World Bank*. Policy Research Working Papers, No: 2392

Day, G. S. (1981). The Product Life Cycle: Analysis and Applications Issues. *Journal of Marketing*, 45(4): 60-67.

Demirtaş, Ö. ve Güngör, Z. (2004). Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama. *Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi*. 1(4): 112

Dicken, P. (2007). *Global shift: Mapping the Changing Contours of the World Economy*. SAGE Publications Ltd.

Dinçer Ö. (2004). *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası*. İstanbul: Beta yayınları.

Doğruel, F. ve Doğruel, A. S. (2006). *Bıçak Sirtında Büyüme ve İstikrar: Arjantin, Brezilya, Meksika, İsrail, Türkiye* (Vol. 9). İstanbul Üniversitesi Yayınları.

Duce, M. (2003). Definitions of Foreign Direct Investment (FDI): A Methodological Note. *Paper for the CGFS Working Group, Banco de Espana*. 1-16.

Dunning, J. H. (2000). The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity, *International Business Review* 9 (2000) 168–174

Dülger, F. (2002). Türkiye’de Döviz Kuru Dinamiklerinin Belirlenmesinde Parasalcı Yaklaşım Ve Eşbütünleşme Yöntemiyle Sınama. *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 29 (1-2): 47-68.

Ehrmann, M. ve Fratzscher M. (2004). Taking Stock: Monetary Policy Transmission To Equity Markets. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 36 (4) (2004): 719-737.

Eichengreen, B. J. (2004). *Capital flows and crises*. MIT press.

Erol, A. (2000). Yabancı Sermaye. *Mükellefin Dergisi*. 93(1): 72–83.

Fabozzi F,J. Modigliani F, Ferri M,G. (1998). *Foundations of Financial Markets and Institutions* Second Edition, New Jersey: Prentice Hall.

Fîrtescu, B. (2012) Causes and Effects of Crises on Financial System Stability in Emerging Countries, *Procedia Economics and Finance*. 3: 489 – 495,

Fratzscher M.(2011). *Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Financial Crisis*. Marcel Fratzscher NBER Working Paper.

G. Bekaert, C.R. (1995). Harvey Time-Varying World Market Integration. *Journal of Finance*. 50 (2) (1995): 403-444

Genç, E. (2015). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Yabancı Portföy Yatırımları Bağlamında Bir Analiz: Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Afyon: Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

GHAİ, D., (1995). Yapısal Uyum, Küresel Bütünleşme ve Sosyal Demokrasi içinde R. Prendergast ve F. Stewart (ed), (Çev: İ., Eser), Piyasa Güçleri ve Küresel Kalkınma, İstanbul: Yapı Kredi Yayınları.

Gladwin, T.N. ve Giddy, I.H. (1973). *A Survey of Foreign Direct Investment Theory*, The University of Michigan Working Paper, No: 86, November.

Griffith-Jones, S. Ocampo, J. A. (2009) The financial crisis and its impact on developing countries, International Policy Centre for Inclusive Growth, Working

Paper number 53 April, 2009, <https://www.econstor.eu/bitstream/-10419/71832/1/597838127.pdf>

Gujarati, D. (2016). *Econometrics by Example* (2nd ed.). London, United Kingdom: Macmillan International Higher Education.

Gurtner, B. (2010) *The Financial and Economic Crisis and Developing Countries*, *Revue internationale de politique de développement* [Online], 1 | 2010, <https://journals.openedition.org/poldev/144>

Güran, N. (1999). *Makro Ekonomik Analiz*. İzmir: Anadolu Matbaası.

Gürsoy, M. (2009). *Ekonomik ve Finansal Krizler Dünü ve Bugünü*. İstanbul: MG Yayınları.

Hadri, K. (2000), Testing for Stationarity in Heterogeneous Panel Data. *Econometric Journal*. 3: 148-161.

Hadri, K. ve Kurozumi, E. (2012). A simple panel stationarity test in the presence of serial correlation and a common factor. *Economic Letters*. 115(1): 31-34.

Harzing, A.W. (2002). *Acquisitions Versus Greenfield Investments: International Strategy And Management Of Entry Modes*, *Strategic Management Journal*.

Hazine Müsteşarlığı. (2005). *Kamu Borç Yönetimi Raporu*. TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ağustos.

Hymer, S. H. (1976). *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*, Cambridge: The MIT press.

IMF (2007). Sixth Edition of the IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual. 06.01.2021.

IMF, (2003). *Annual Report: Making the Global Economy Work for All*. IMF Board Paper.

IMF, (2016). “Capital Flows—Review of Experience with the Institutional View,” *IMF Board Paper*, (Washington, D.C.: International Monetary Fund).

İlker, G. (2010). Küreselleşme Sürecinde Stratejik İşbirlikleri. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*. 13(1-2): 191-220.

Kadioğlu, F. Kotan, Z. Şahinbeyoğlu, G. (2000). *Kura Dayalı İstikrar Programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesindeki Gelişmeler (Türkiye 2000)*, www.tcmb.gov.tr

KAR, M. & Tatlısöz, F. (2008) Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi, *KMU İİBF Dergisi* 10(14). <https://dergipark.org.tr/en/-download/article-file/107432>.

Kar, M. ve Taban, S. (ed.), *Kalkınma Ekonomisi*, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Karacan, A.İ. (1996). *Bankacılık ve Kriz*. Finans Dünyası Yayınları No:1, Tütünbank. <https://www.adb.org/sites/default/files/institutional-document/59694/adb-ar2006-vol2.pdf>

Karagül, M. (2010). *Tehdit ve Fırsatlarıyla Dünya Ekonomisi*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, sayfa: 170-172.

Karan, M. B. (2001). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.

Karataş, A. (2005). Performance of direct foreign investments in Turkey. Ankara: Capital Markets Board of Turkey.

Karhan, G. (2019). Portföy Yatırımları İçin Finansal Gelişme mi yoksa Finansal İstikrar mı? *AVRASYA Uluslararası Araştırmalar Dergisi* 7(16): 399 – 413, <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/678021>

Karluk, R. (1984). *Uluslararası Ekonomi*, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.

Karluk, R. (2009). *Uluslar Arası ekonomi, Teori-Politika*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.

Kazgan, G. (2005). *Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001)*, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.

Kazgan, G. (2009), *Tazimat'tan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.

Kazgan, G.(2000). *İktisadi Düşünce veya Politik İktisat'ın Evrimi*. 9. Basım. Remzi Kitabevi, İstanbul.

Knickerbocker, F. T. (1973). *Oligopolistic Reaction and Multinational Enterprise*, Baston: Harvard University Pres.

Kont, B. (1998). Sermaye Girişleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi (1990-1996). Vildan Serin (Editör). *İktisat Politikası (Seçme Konular, Para Politikası, Maliye Politikası ve Uluslararası İktisat Politikası)*. İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti, 685-739.

Levin, A. , C.F. Lin ve C-S.J. Chu (2002). Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties. *Journal of Econometrics*. 108(1): 1–24.

Mahlebiciler, O. (2006). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Rezerv Yönetim Politikaları ve Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesaplarının Analizi. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. Ankara: TCMB Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara.

Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*, 7(1): 77-91

Mowery, D. C., Oxley, J. E., & Silverman, B. S. (1996). *Strategic Alliances and Interfirm Knowledge Transfer* (1996) *Strategic Management Journal*. 17(2): 77-91.

Nonnenberg, M., J., B. ve Mendonca, M., J., C. (2011). The determinants of direct foreign investment in developing countries, Working Paper, *Institute of Applied Economic Research* 8: 34-56.

OECD (2012) International Capital Flows: Structural reforms and experience with the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements. *Report from the OECD to the G20 Sub-Group on Capital Flow Management*, <https://www.oecd.org/economy/48972216.pdf>, Erişim Tarihi 19.10.2019.

Oktayer, A. (2009). Türkiye’de Finansal Serbestleşme ve Derinleřme Süreci *Akademik İncelemeler Dergisi*. 4 (1).

Özağ, F. E. (1994). Ev Sahibi lke Açısından Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler ve Türkiye zerine Bir Uygulama. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*. 5 (12): 63-77

Özcan, B. ve Arı, A. (2010). Doğrudan yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri zerine Bir Analiz: OECD rneğİ, *İstanbul Üniversitesi Ekonometri ve İstatistik*. 65–88, <https://core.ac.uk/download/pdf/6336567.pdf>.

Padoa-Schioppa, T. (2002). Securities and banking: bridges and walls. *PSL Quarterly Review*, 55(222).

Pesaran, H. (2007). A Simple Panel UnitRoot Test in ThePrescence Of CrossSectionDependence. *Journal Of Applied Econometrics*. 22: 265-312.

Pesaran, M. H. (2004), General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels. (No. 1240), *Institute for the Study of Labor (IZA)*.

Pesaran, M. H. , Ullah, A. ve Yamagata, T. (2008). A Bias-Adjusted LM Test of Error Cross-Section Independence. *The Econometrics Journal*. 11(1): 105-127.

Pesaran, M. H., ve Yamagata, T. (2008). Testing Slope Homogeneity in Large Panels. *Journal of Econometrics*. 142(1): 50-93.

Peter, D. (1977). *Global Shift: Mapping the Changing Contours of the World Economy*, 6th Edition, London: SAGE Publications, p. 117.

Peter J. Buckley and Marc C. Casson, (1976). *The Future of the Multinational Enterprise*, London: The Macmillan Pres, 1976.

Porter, M. (1986). *Competition in Global Markets* (Bostan: Harvard Buiness Scholl Pres).

Prasad, E. S., Rajan, R. G. ve Subramanian, A. (2007). *Foreign capital and economic growth* (No. w13619). National Bureau of Economic Research.

Reilly F. K. ve Brown, K . C. (1999) . *Investment analysis and portfolio management* (6th ed.). Houston: South Western Educational Publishing.

Reuer, J. J., & Leiblein, M. J. (2000). Downside risk Implications of Multinationality and International Joint Ventures. *Academy of Management Journal*, 43 (2), 203-214.

Rodrik, D./ Velasco, A. (1999). *Short Term Capital Flow*. NBER Working Paper.

Roll, R. ve Ross, S. A. (1980) . An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory . *The Journal of Finance*. 35(5): 1073.-1103.

Rosengren, V., (2011). Rumor has it: Identifying misinformation in microblogs. In *Proceedings of the 2011 Conference on Empirical Methods in Natural Language Processing* (pp. 1589-1599).

Samuels, J.M., Wilkes F.M. and Brayshaw, R.E. (2009). *Management of Company Finance*, Chapman Hall. London, 1995, p.495. Aktaran: Nurgül CHAMBERS, 'Firma Değerlemesi', 2. Baskı, İstanbul: Beta Yayınları.

Saruhan, Ö. (2005). *Küresel Finansal Krizler*. İstanbul: Deniz Kültür Yayınları.

Schinasi, G. (2004). Identifying Financial Stability, *IMF Working Paper*. 2004. 5-6.

Schneider, F. ve Frey, B. (1985). Economic and political determinants of foreign direct investment. *World Development*, 13(2): 161-175

Semra BOĞA (2017) Finansal Kırılganlıklar ve Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketleri Üzerine Bir Analiz, (2017). *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*. 9(16): ISSN: 1309-1123, ss. 1-17, <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/293085>.

Seyidoğlu, H. (2007). *Uluslar Arası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama*. İstanbul: Güzem Yayınları.

Sönmez, S. (1998). *Dünya Ekonomisinde Dönüşüm*. Ankara: İmge Kitabevi.

Söylemez, A.O. (2004). Uluslararası Finans Üzerine Tartışmalar ve Türkiye'nin Finansal Serbestleşme Deneyimi. *Stratejik Öngörü Dergisi*. 1: 24-33.

Swamy, P. A. (1970). Efficient Inference in a Random Coefficient Regression Model. *Econometrica*. 38(2): 311.

Tatoğlu, F. Y. (2017). *Panel Zaman Serileri Analizi: Stata Uygulamalı*. İstanbul: Beta.

Terzi, N. (2013). Capital Flows and Policy Reforms in Turkey After Financial Crisis. *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*. 8(2): 595-602.

Tomita, T. (2000). The Mechanisms of “21st-Century-Type” International Financial Crises, NRI Papers no:10, August, 2000. İndirilme Tarihi: 10 Ocak 2007, www.nri.co.jp

Torrise, C. R. (1985). The Determinants of Foreign Investment in Small LDC. *Journal of Economic Development*. (10):1: 19-45.

Turan Koyuncu, F. (2010). Türkiye’de Seçilmiş makroekonomik Değişkenlerin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkisinin Yapısal VAR Analizi: 1990-2009 Dönemi, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*. 2(1).<https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/56633>

Turan Yay, (2001). Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler. İTO Yayın No: 2001-47.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Terimler Sözlüğü, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/sozluk.htm#arbitraj>, 27 Nisan 2013.

Uludağ, İ. ve Erişah A. (2003). *Türkiye Ekonomisi, Teori, Politika, Uygulama*. İstanbul: Der Yayınları.

UNCTAD (2014). *Bilateral FDI Statistics*. Erişim Tarihi: 96.01.2021

UNCTAD cross-border M&A database (www.unctad.org/fdistatistics).

UNCTAD. (1998). *World investment report 1998 trends and determinants*, United Nations Publication, New York and Geneva.

Ural, M. (2010). *Yatırım Fonlarının Performansı ve Risk Analizi*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Uras, G. (1979). Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları 1. Baskı, İktisadi Yayınlar, İstanbul.

Uygur, E. (2001). 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler. *Mülkiye Dergisi*. 25(227), s.60

Uysal, Y. (1998). Bölgesel Gelir Dağılımı ve GAP. *İzmir Ticaret Borsası Dergisi*, Temmuz-Eylül.

Ünal, S ve Açıkalın S., (2008). *Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Portföy Yatırımları-Global ve Yerel Faktörlerin Türkiye Üzerindeki Göreceli Etkisi*. Bursa: Ekin Basım.

Ünsal, E. (2005). *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Açık Ekonomi Makro İktisadı*, Ankara: İmaj Yayıncılık.

Van den End, J. W. (2006). *Indicator and Boundaries of Financial Stability*. De Nederlandsche Bank. Working Paper No. 97.

Vernon, R. (1992). International Investment and International Trade in the Product Cycle. In *International Economic Policies And Their Theoretical Foundations* (pp. 415-435). Academic Press.

Vernon, R. (1992). International Investment and International Trade İn The Product Cycle. In *International Economic Policies And Their Theoretical Foundations* (Pp. 415-435). Academic Press.

Vernon, R. (1992). *International Investment and International Trade in the Product Cycle*, Quarterly Journal of Economics, No: 80 s. 198.

Vijayakumar, N, Sridharan, P. ve Rao, K., C., S. (2010). Determinants of FDI in BRICS countries: a panel analysis, *Journal of Business Science and Applied Management*. 5(2): 1-13.

Wells Jr, L. T. (1968). A Product Life Cycle For International Trade?. *Journal of Marketing*, 32(3): 1-6.

Woodford, M. (2012). *Inflation targeting and financial stability* (No. w17967). National Bureau of Economic Research.

Yapraklı, S. (2006). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Belirleyicileri Üzerine Ekonometrik Bir Analiz, *Dokuz Eylül Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*. 21(2): 23-48.

Yeldan, E. (2005). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, 11. Baskı, İstanbul, İletişim Yayınları.

Yentürk, N. (2003). *Küresel Gelişmeler ve Ulusal Koşullar Işığında Türkiye İçin Kur Sistemi Seçenekleri*, İzmir.

Yentürk, N. (2005). *Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.

Yol, M. A. ve Teng, N. T. (2009). Estimating the Domestic Determinants of Foreign Direct Investment Flows in Malaysia: Evidence from Cointegration and Error-Correction Model. *Journal Pengurusan*, 28, 3-22.

Zekiwoş, G. T. (2012). *Determinants of Foreign Direct Investment Inflows to SubSaharan Africa: A Panel Data Analysis*. Master Thesis, Södertörns University

Zengin, A. (2003). Türkiye Ekonomisi Açısından Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına İlişkin Bir Değerlendirme. *İktisat İşletme ve Finans*, 18 (3): 53-62.

Zeren, F. ve Ergun, S. (2010). AB'ye Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerini Belirleyen Faktörler: Dinamik Panel Veri Analizi. *İşletme ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*. 1(4): 67-83, <http://www.ajindex.com/dosyalar/makale/acarindex-1423873796.pdf>

EKLER

Ek 1: İlk Modele Ait Stata Çıktıları

Birim ve Zaman Etkilerinin Tespiti (sırasıyla)

```
F test that all u_i=0: F(6, 74) = 31.44      Prob > F = 0.0000

F test that all u_i=0: F(11, 69) = 1.44      Prob > F = 0.1734
```

Modelde yalnızca birim etki vardır (sabit etkiler modeli)

```
. xtreg ldogrudanyy lexdebt lnpl ca, fe

Fixed-effects (within) regression           Number of obs   =       84
Group variable: id                         Number of groups =        7

R-sq:                                     Obs per group:
    within = 0.1841                        min           =       12
    between = 0.1446                       avg           =      12.0
    overall  = 0.1484                       max           =       12

corr(u_i, Xb) = 0.0931                     F(3,74)          =       5.57
                                           Prob > F         =      0.0017

+-----+-----+-----+-----+-----+-----+
| ldogrudanyy |   Coef.   | Std. Err. |    t    | P>|t| | [95% Conf. Interval] |
+-----+-----+-----+-----+-----+-----+
| lexdebt     |   .41806  |   .2412502 |    1.73  | 0.087 |  -.0626415   .8987615 |
| lnpl        |  .3262676 |   .1717118 |    1.90  | 0.061 |  -.0158756   .6684108 |
| ca          |  -.120477  |   .0307454 |   -3.92  | 0.000 |  -.1817385   -.0592155 |
| _cons       |  21.34185  |   .962379  |   22.18  | 0.000 |  19.42427    23.25944 |
+-----+-----+-----+-----+-----+
| sigma_u     |   .8806943 |
| sigma_e     |   .39250077 |
| rho         |   .83429033 | (fraction of variance due to u_i)
+-----+-----+-----+-----+-----+
F test that all u_i=0: F(6, 74) = 31.44      Prob > F = 0.0000
```

Tanı Testleri

- Otokorelasyon

```
F test that all u_i=0: F(6,67) = 23.14
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = 1.7578666
Baltagi-Wu LBI = 1.8476248
```

-Birimler Arası Korelasyon

```
. xtscsd, friedman

Friedman's test of cross sectional independence =    13.264, Pr = 0.0390
```

-Farklı Varyans

```
. xttest3

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (7) =    16.09
Prob>chi2 =    0.0243
```

Modelde tüm sorunlar vardır. Nihai Model Driscoll-Kraay tahmincisi ile tahminlenmiştir.


```
. xtsc lpy lredk lods borsa, re
```

```
Regression with Driscoll-Kraay standard errors   Number of obs   =       72
Method: Random-effects GLS regression           Number of groups =        6
Group variable (i): id                          Wald chi2(3)     =    28.22
maximum lag: 2                                  Prob > chi2      =    0.0000
corr(u_i, Xb) = 0 (assumed)                     overall R-squared =    0.1473
```

lpy	Drisc/Kraay		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
lredk	-1.104603	.2178655	-5.07	0.000	-1.584122	-.6250843
lods	-.9429005	.2384223	-3.95	0.002	-1.467665	-.4181365
borsa	.0018925	.001024	1.85	0.092	-.0003612	.0041463
_cons	22.0792	1.4069	15.69	0.000	18.98264	25.17577
sigma_u	.76260114					
sigma_e	.23565325					
rho	.91283461	(fraction of variance due to u_i)				

